

Relatório de Inflação

Dezembro 2015

Volume 17 | Número 4



Relatório de Inflação

Dezembro 2015
Volume 17 | Número 4



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 17	nº 4	dez.	2015	p. 1-109
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 4.

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	13
1.1 Comércio	13
1.2 Produção	15
Produção industrial	15
Serviços	16
Índice de atividade do Banco Central	16
1.3 Mercado de trabalho	17
1.4 Produto Interno Bruto	18
1.5 Investimentos	19
1.6 Conclusão	19
Preços	23
2.1 Índices gerais	23
2.2 Índices de preços ao consumidor	24
2.3 Núcleos	24
2.4 Expectativas de mercado	25
2.5 Conclusão	26
Políticas creditícia, monetária e fiscal	31
3.1 Crédito	31
Taxas de juros e inadimplência	32
3.2 Agregados monetários	33
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	34
Mercado de capitais	34
3.3 Política fiscal	35
Necessidades de financiamento do setor público	36
Operações do Banco Central no mercado aberto	38
Dívida mobiliária federal	38
Dívida Líquida do Setor Público	39
3.4 Conclusão	40
Economia internacional	41
4.1 Atividade econômica	41
4.2 Política monetária e inflação	43
4.3 Mercados financeiros internacionais	45
4.4 <i>Commodities</i>	46
4.5 Conclusão	47

Setor externo	49
5.1 Movimento de câmbio	49
5.2 Comércio de bens	50
5.3 Serviços e renda	51
5.4 Conta financeira	52
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	54
5.6 Conclusão	54
Perspectivas para a inflação	59
6.1 Determinantes da inflação	60
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	65
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	74
Boxes	
Projeção para o PIB em 2016 e revisão de 2015	20
El Niño, chuvas e principais impactos inflacionários	27
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015 e 2016	56
Formação de Preços no Brasil	78
Comportamento Recente da Inflação de Serviços	84
Anexo	89
Apêndice	103

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 Comitê de Política Monetária (Copom) considera que, desde o Relatório anterior, o ambiente externo permanece complexo e que, a despeito de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, observam-se episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes.

No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a aversão ao risco global e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à continuação do gradual processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Entretanto, ressalta que fatores domésticos, em especial as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos, influenciam e continuarão a influenciar, se não forem tempestivamente endereçados, os preços dos ativos financeiros. Dessa forma, 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.

Em linhas gerais, desde o Relatório anterior, a tendência de atividade global mostrou 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*.

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. Esse processo é intensificado pelas incertezas oriundas do efeito de eventos não econômicos. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que se mostra mais intenso e mais longo que o antecipado, o ritmo de atividade tende a se intensificar, à medida 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, age no sentido de torná-lo mais favorável ao reequilíbrio das contas externas e ao crescimento da economia brasileira.

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 incertezas sobre as trajetórias sinalizadas para as variáveis fiscais, tanto em termos da velocidade de recuperação dos resultados quanto da sua composição, especialmente após o rebaixamento da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma segunda agência de avaliação de risco.

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 Copom, essas mudanças indicam que há espaço para uma composição e ritmo do crescimento no médio prazo 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 continuar reforçando as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

Nesse contexto, as operações de crédito mantiveram tendência de desaceleração no trimestre encerrado em outubro. Esse comportamento repercutiu elevações das taxas de juros e o cenário de retração da atividade econômica e deterioração tanto dos indicadores de confiança quanto de

emprego e renda. A perda de dinamismo no mercado de crédito foi mitigada parcialmente pelo desempenho das carteiras com recursos direcionados, em particular nas modalidades financiamentos imobiliários e rurais.

No que diz respeito às contas públicas, o *deficit* primário projetado para o setor público em 2015 repercute, em especial, os impactos da desaceleração da atividade econômica sobre o nível das receitas públicas. Esse cenário – agravado pelo aumento recorrente de eventos não econômicos e pelas perspectivas de pagamentos de despesas acumuladas de exercícios anteriores, sobretudo as vinculadas a programas de equalização de taxas e subsídios –, tende a ser atenuado, no médio prazo, pelos impactos das medidas de ajuste fiscal adotadas recentemente.

Os resultados do balanço de pagamentos seguem confirmando a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, consistente com o cenário de depreciação da taxa de câmbio, retração da demanda interna e recuperação, ainda que moderada, das economias de importantes parceiros comerciais. A continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso deverá seguir favorecendo, em 2016, 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 direto no país. Adicionalmente, ressaltam-se as rolagens de títulos e empréstimos em 106%, nos primeiros onze meses deste ano.

Sobre preços, a inflação medida pela variação, em doze meses, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 10,48% em novembro, 3,92 pontos percentuais (p.p.) acima da registrada até novembro de 2014. De um lado, os preços livres acumularam variação de 8,28% em doze meses (6,76% até novembro de 2014); de outro, os preços administrados variaram 17,95% (5,83% até novembro 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 dezembro 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 10,8% em 2015, 6,2% em 2016 e de 4,8% em 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 10,8% em 2015, 6,3% em 2016 e de 4,9% em 2017.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2015, de acordo com o cenário de referência, é de -3,6% (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -1,9% para 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 aumento dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como o de geração de empregos e de renda.

Na visão do Copom, o fato de a inflação 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 entre preços administrados e preços livres e entre preços domésticos e preços internacionais –, como também incertezas quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas neste Relatório, o Comitê nota, conforme antecipado, que esses ajustes de preços fizeram com que a inflação se elevasse 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. Outrossim, 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.

O Comitê observa que as expectativas referentes a 2016 têm-se elevado desde agosto, invertendo a trajetória declinante

até então. Esse movimento ascendente nas expectativas – que ocorreu em conjunto com o aumento das incertezas relacionadas aos resultados fiscais – também é observado, apesar de que em menor medida, nas projeções de mercado para 2017 e 2018. Esses fatos constituem claro e importante sinal sobre a deterioração recente do balanço de riscos da economia, e demandam monitoramento para definição dos próximos passos na estratégia de política monetária.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto.

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, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real, seja pelo processo de substituição de importações em curso. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, o desenvolvimento nos âmbitos fiscal, parafiscal e no mercado de ativos e, em 2016, a dinâmica dos preços administrados são fatores importantes do contexto em que decisões futuras de política monetária serão tomadas.

O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Nesse contexto, independentemente do contorno das demais políticas, o Comitê adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), em 2016, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2015			
	Jul	Ago	Set	Out
No mês^{1/}				
Comércio varejista	-1,5	-0,8	-0,3	0,6
Combustíveis e lubrificantes	-1,1	-1,4	-0,8	-2,6
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-1,5	-0,2	0,4	2,0
Tecidos, vestuário e calçados	-1,4	-2,4	-1,4	1,9
Móveis e eletrodomésticos	-2,4	-2,1	0,2	0,6
Artigos farmacêuticos, médicos	-0,9	0,5	-1,0	1,5
Livros, jornais, revistas e papelaria	-1,2	-2,7	-1,4	0,7
Equipamentos e materiais para escritório	-6,1	0,3	-2,5	-9,2
Outros artigos de uso pessoal	-1,1	-0,6	-3,1	-0,6
Comércio ampliado	0,4	-2,2	-1,6	-0,1
Materiais de construção	-2,9	-2,6	-1,7	-2,9
Veículos, motos, partes e peças	6,2	-6,1	-4,2	-0,9
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	-2,6	-2,6	-2,8	-2,0
Combustíveis e lubrificantes	-0,8	-2,5	-3,0	-3,8
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-1,4	-1,5	-2,0	-0,4
Tecidos, vestuário e calçados	-2,7	-3,3	-3,9	-4,1
Móveis e eletrodomésticos	-6,5	-5,9	-5,3	-3,9
Artigos farmacêuticos, médicos	-0,8	-1,0	-1,1	-0,3
Livros, jornais, revistas e papelaria	-4,6	-4,5	-5,0	-4,6
Equipamentos e materiais para escritório	-8,7	-8,4	-7,5	-9,1
Outros artigos de uso pessoal	-2,9	-2,4	-2,6	-3,8
Comércio ampliado	-3,4	-3,0	-2,9	-3,4
Materiais de construção	-5,2	-2,7	-4,1	-4,9
Veículos, motos, partes e peças	-4,7	-3,7	-3,4	-6,4
No ano				
Comércio varejista	-2,4	-3,0	-3,3	-3,6
Combustíveis e lubrificantes	-3,4	-3,9	-4,4	-5,2
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-1,9	-2,3	-2,3	-2,1
Tecidos, vestuário e calçados	-5,5	-6,6	-7,3	-7,5
Móveis e eletrodomésticos	-11,5	-12,4	-13,0	-13,3
Artigos farmacêuticos, médicos	4,7	4,2	3,6	3,1
Livros, jornais, revistas e papelaria	-8,3	-9,1	-9,6	-9,6
Equipamentos e materiais para escritório	7,9	5,8	4,0	0,6
Outros artigos de uso pessoal	3,4	2,6	1,5	0,3
Comércio ampliado	-6,5	-6,9	-7,4	-7,9
Materiais de construção	-5,0	-5,6	-6,4	-7,4
Veículos, motos, partes e peças	-15,3	-15,4	-16,1	-16,9

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A atividade econômica segue evoluindo em ritmo inferior ao seu potencial. Esse desempenho repercute os impactos do processo de ajuste macroeconômico em curso e os efeitos de eventos não econômicos.

Nesse contexto, o PIB recuou, na margem, 1,7% no terceiro trimestre de 2015, dados dessazonalizados. Vale ressaltar, sob a ótica da oferta, a contração na atividade da indústria e dos serviços, e sob a ótica da demanda, o recuo dos gastos com investimentos e consumo, compensado parcialmente pela contribuição positiva do componente externo, compatível com o cenário de retração do mercado doméstico e de depreciação da moeda brasileira.

Estatísticas mais recentes, notadamente os indicadores coincidentes de vendas e os dados de produção da indústria, não sugerem reação da atividade no quarto trimestre.

1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado recuaram 3,4% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando registraram retração idêntica no mesmo tipo de comparação, dados dessazonalizados. Houve reduções nas vendas nos dez segmentos pesquisados (equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, 9,1%; automóveis, motocicletas, partes e peças, 6,4%; material para construção, 4,9%).

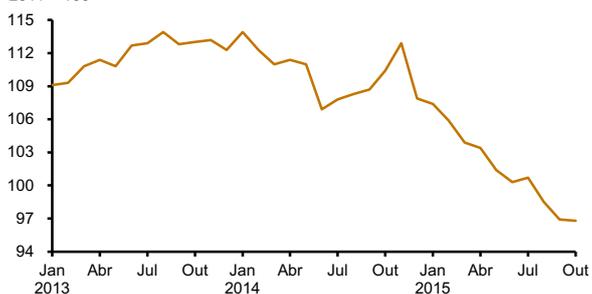
As vendas do comércio varejista¹ diminuíram 2,0% no período, nono recuo trimestral consecutivo. Ocorreram reduções nas vendas em todas as regiões, com destaque para as observadas no Sul (3,2%) e no Nordeste (2,8%).

As vendas reais dos supermercados, segmento com peso aproximado de 33,0% na PMC, recuaram 0,3% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira

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



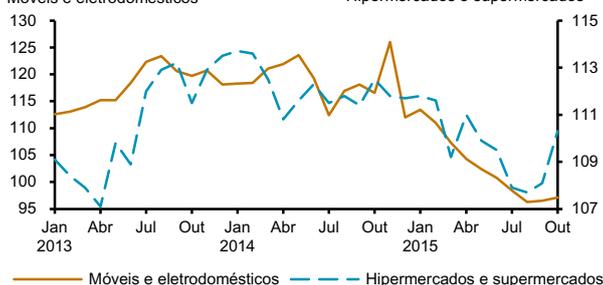
Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

Móveis e eletrodomésticos

Hipermercados e supermercados

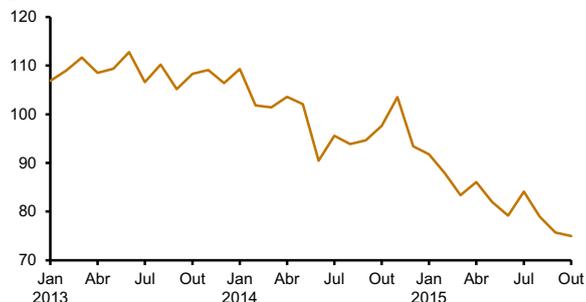


Fonte: IBGE

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

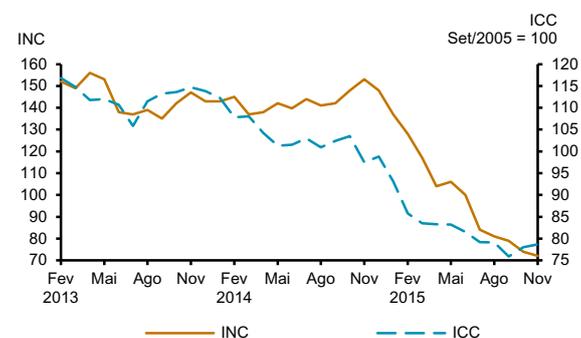
Dados dessazonalizados

2011 = 100



Fonte: IBGE

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



Fontes: ACSP/IPSOS e FGV

de Supermercados (Abras). No mesmo sentido, de acordo com a Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), as vendas de automóveis e comerciais leves decresceram 7,8% no trimestre encerrado em novembro (-7,7% no terminado em agosto). O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio – de abrangência nacional e construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa – recuou 4,8% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, quando diminuía 1,7%, nesse tipo de comparação

A relação entre o número de cheques devolvidos por insuficiência de fundos e o total de cheques compensados atingiu 7,5% em outubro, ante 6,3% em igual mês de 2014, sugerindo aumento da inadimplência.

Os indicadores de confiança encontram-se em patamares historicamente reduzidos. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 7,2% no trimestre finalizado em novembro, em relação ao terminado em agosto, situando-se no menor nível desde o início da série, em setembro de 2005. O Índice da Situação Atual (ISA) diminuiu 8,8% e o Índice de Expectativas (IE), 6,1%.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 12,0% no último trimestre de 2015, em relação ao mesmo período do ano anterior. Destacaram-se as contribuições negativas dos componentes expectativas de renda pessoal e situação financeira.

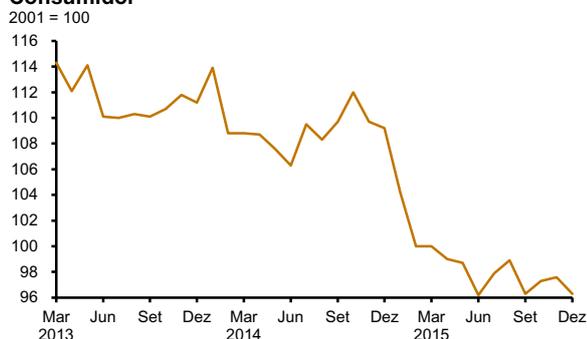
O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), decresceu 49,2% no trimestre finalizado em novembro, em relação a igual período de 2014. Houve retrações em todas as regiões: Nordeste (42,8%); Sudeste (50,1%); Norte/Centro-Oeste (48,2%); e Sul (61,6%).

O Índice de Confiança do Comércio Ampliado (ICOM), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, recuou 7,7% no trimestre finalizado em novembro, em relação ao encerrado em agosto. Houve reduções de 14,1% no ISA-COM e de 1,3% no IE-COM.

1.2 Produção

Produção industrial

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

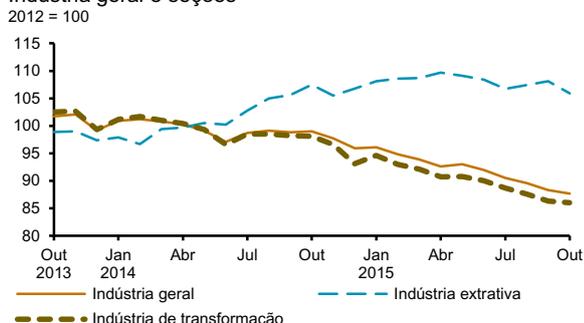
Discriminação	2015				%
	Jul	Ago	Set	Out	
Indústria geral	-2,1	-2,6	-3,3	-3,6	
Por seção					
Indústria extrativa	-0,9	-1,5	-1,5	-0,9	
Indústria de transformação	-2,3	-2,7	-3,3	-3,6	
Por categoria de uso					
Bens de capital	-8,7	-10,2	-9,7	-10,0	
Bens intermediários	-2,0	-2,2	-2,9	-2,7	
Bens de consumo	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	
Duráveis	-7,2	-8,3	-4,6	-8,9	
Semi e não duráveis	-0,6	-0,5	-1,8	-1,7	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

A produção física da indústria diminuiu 3,6% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao terminado em julho, quando havia decrescido 2,1%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A indústria extrativa recuou 0,9% e a de transformação, 3,6%, repercutindo reduções em 19 das 23 atividades pesquisadas (veículos automotores, reboques e carrocerias, -15,9%; móveis, -10,8%; produtos diversos, -9,3%). Em sentido inverso, destaque para o aumento de 13,3% na produção de fumo.

Na mesma base de comparação, a análise por categorias de uso indica recuo acentuado na produção de bens de capital (10,0%), seguindo-se os registrados nas indústrias de bens de consumo duráveis (8,9%), bens intermediários (2,7%) e de bens de consumo semi e não duráveis (1,7%).

O pessoal ocupado assalariado na indústria diminuiu 2,2% e a folha de pagamento real, 3,3%, no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci)² da indústria de transformação atingiu 74,9% no trimestre finalizado em novembro (75,4% no encerrado em agosto), considerados dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Houve recuos nos indicadores das indústrias de bens de capital (0,6 p.p.), de bens intermediários (0,5 p.p.) e de bens de consumo não duráveis (0,4 p.p.) e aumento de 0,9 p.p. no indicador da indústria de bens de consumo duráveis.

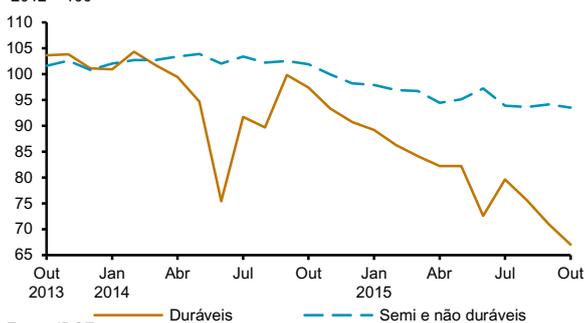
O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, recuou 4,1 pontos, para 125,9 pontos³, no trimestre encerrado em novembro, considerados dados dessazonalizados. Houve reduções nos indicadores das indústrias bens de capital (5,8 ponto), de bens intermediários (4,1 ponto), de bens de consumo não duráveis (2,7 pontos) e de bens de consumo duráveis (0,5 ponto).

2/ As séries da Sondagem Industrial da FGV que incluem as séries de Nuci, Índices de estoques e o Indicador de Confiança Industrial (ICI) foram adaptadas para a CNAE 2.0 no último mês de novembro.

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

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo
2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

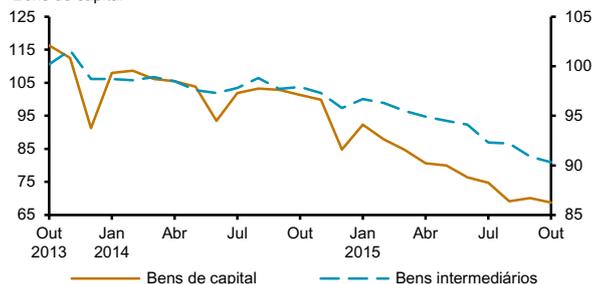
Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2012 = 100

Bens de capital

Bens intermediários



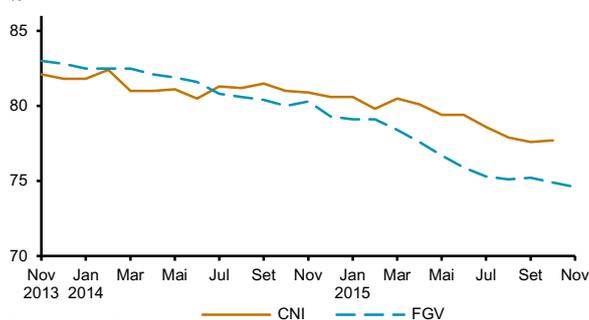
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

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

Indústria de transformação

%



Fontes: CNI e FGV

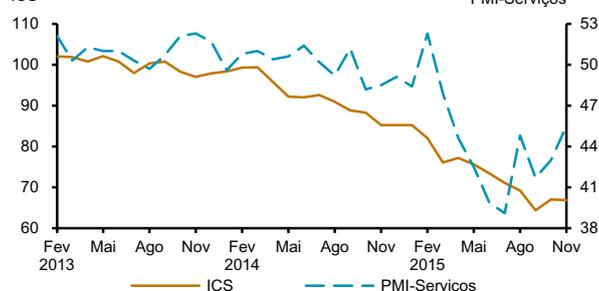
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços

ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados

ICS

PMI-Serviços



Fontes: FGV e Markit

O Índice de Confiança da Indústria⁴ (ICI) passou de 76,2 pontos, em outubro, para 74,8 pontos, em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da FGV. O ICI médio do trimestre encerrado em novembro aumentou 1 ponto em relação ao do finalizado em agosto, evolução decorrente de aumentos nas indústrias de bens de consumo não duráveis (2,5 pontos) e de bens intermediários (1 ponto) e de reduções nas de bens de consumo duráveis (0,8 pontos) e de bens de capital (0,3 pontos).

O Índice de Gerentes de Compras⁵ (PMI) da indústria atingiu 43,8 pontos em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da Markit, sinalizando continuidade do desempenho modesto da atividade.

Serviços

O volume de produção do setor de serviços recuou 4,7% no trimestre finalizado em outubro, em relação a igual período de 2014, segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE⁶. O indicador recuou 1,0% em relação ao segundo trimestre, de acordo com dados dessazonalizados pelo Depec, destacando-se as reduções nos segmentos serviços profissionais, administrativos e complementares (2,4%), outros serviços (1,7%) e serviços de informação e comunicação (0,9%).

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) retraiu 7,2% no trimestre finalizado em novembro, em relação ao terminado em agosto, de acordo com dados dessazonalizados da FGV, reflexo de recuos respectivos de 7,9% e 6,2% no ISA-S e no IE-S. O indicador diminuiu 24,1% em relação a igual trimestre de 2014 (ISA-S, -23,1%; IE-S, -23,8%).

O Índice de Gerentes de Compras (PMI-Serviços) para a atividade negócios atingiu 45,5 pontos em novembro (43 pontos em outubro), de acordo com dados dessazonalizados, permanecendo pelo nono mês na área de retração da atividade.

Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) recuou 1,71% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho, quando havia

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.

6/ Em outubro de 2015 o IBGE iniciou a divulgação dos dados de volume de serviços, retroativo a janeiro de 2012.

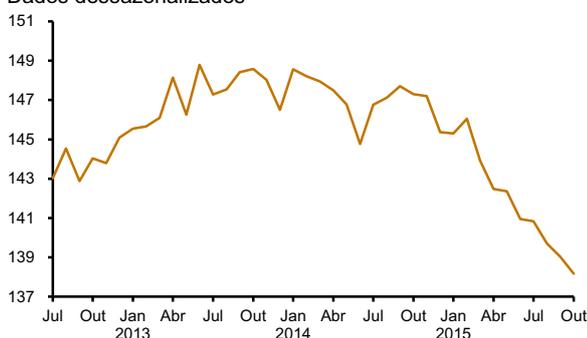
Tabela 1.3 – Volume de serviços

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2015			
	Jul	Ago	Set	Out
Total	-3,2	-3,3	-4,2	-4,7
Serviços prestados às famílias	-4,5	-4,3	-5,6	-6,5
Serviços de informação e comunicação	-0,2	-0,3	-0,2	-1,2
Serviços profissionais, administrativos e complementares	-2,5	-3,4	-5,7	-6,9
Transportes, serviços auxiliares do transporte e correios	-6,1	-5,5	-6,4	-5,8
Outros serviços	-7,8	-9,6	-10,4	-12,1

Fonte: IBGE

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

**Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto**

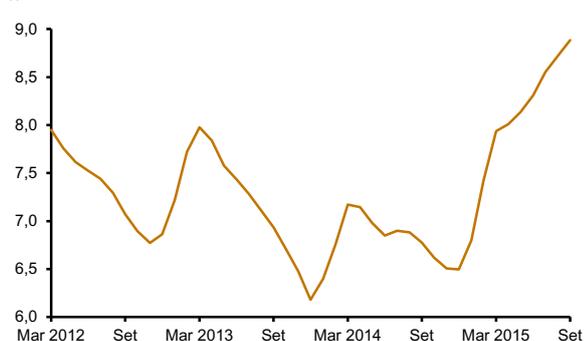
Dessazonalizado



Fonte: IBGE (PME)

Gráfico 1.13 – Taxa de desemprego aberto

%



Fonte: IBGE (PNADC)

decrecido 1,92%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. O IBC-Br retraiu 5,8% em relação a igual trimestre de 2014 e 3,2% em doze meses.

1.3 Mercado de trabalho

O processo de ajuste do mercado de trabalho intensificou-se nos meses recentes, quando houve aumento da taxa de desemprego e reduções de postos formais e dos rendimentos do trabalho.

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 7,7% no trimestre encerrado em novembro (4,8% em igual período de 2014). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego totalizou 7,9% no período (7,1% no trimestre encerrado em agosto), resultado de recuos de 1,5% 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 8,9% no terceiro trimestre de 2015 (8,3% no segundo e 7,9% no primeiro trimestre de 2015). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu, na ordem, 56,0%, 56,2% e 56,2%, nos períodos mencionados.

A economia do país eliminou 395,4 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em novembro (criação de 101,9 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 na indústria de transformação (136,7 mil), na construção civil (133,6 mil) e no setor de serviços (103,1 mil). Foram extintas 1 milhão de vagas nos onze primeiros meses do ano, maior corte, nessa base de comparação, desde o início da série, em janeiro de 1985.

O rendimento médio real habitualmente recebido no trabalho principal recuou 6,7% no trimestre encerrado em novembro de 2015, em relação a igual intervalo em 2014, segundo a PME. Destacaram-se as reduções na construção civil (9,2%), no comércio (7,8%) e no setor de serviços (8,2%). A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, recuou 9,6% no mesmo período.

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	101,9	708,2	-395,4	-1029,3
Indústria de transformação	-30,7	-14,8	-136,7	-413,3
Comércio	174,2	139,4	31,1	-207,7
Serviços	94,3	521,8	-103,1	-136,5
Construção civil	-74,0	-13,3	-133,6	-311,4
Agropecuária	-60,6	43,2	-42,2	53,0
Serviços ind. de util. pública	0,4	5,4	-3,8	-6,5
Outros ^{1/}	-1,8	26,4	-7,1	-7,0

Fonte: MTE

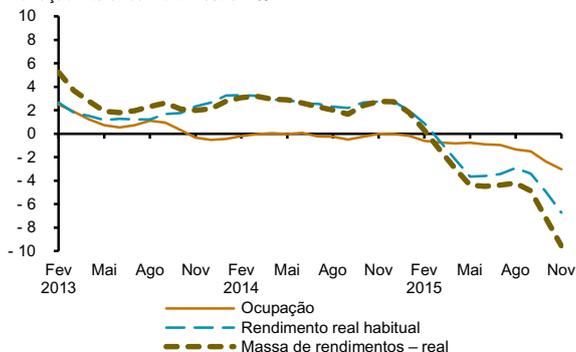
1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Trimestre encerrado em novembro.

3/ Acumulado no ano até novembro.

Gráfico 1.14 – Ocupação, rendimento e massa

Variação interanual no trimestre – %



Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

Considerados dados da PNADC, o rendimento médio habitual de todos os trabalhos registrou redução real de 1,3% no trimestre finalizado em setembro, em relação ao encerrado em junho, e estabilidade na comparação interanual. A massa salarial real habitual de todos os trabalhos registrou recuo de 1,2% e estabilidade, nas mesmas bases de comparação.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB retraiu 1,7% no terceiro trimestre de 2015, em relação ao segundo, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. A análise sob a ótica da oferta revela recuos respectivos de 2,4%, 1,3% e 1,0% na agropecuária, na indústria e no setor de serviços. O desempenho do setor industrial repercutiu, em especial, as retrações de 3,1% na indústria de transformação e de 0,5% na construção civil.

Sob a ótica da demanda, destacou-se a redução de 4,0% na formação bruta de capital fixo (FBCF), resultado compatível com os recuos dos indicadores de confiança. O consumo governamental aumentou 0,3% e o das famílias diminuiu 1,5% (terceira retração trimestral consecutiva). As exportações e as importações decresceram 1,8% e 6,9%, respectivamente, no trimestre.

O PIB recuou 4,5% relativamente ao terceiro trimestre de 2014, resultado de reduções, segundo a ótica da produção, de 2,0% na agropecuária, 2,9% nos serviços e de 6,7% na indústria. Nesse segmento, destaque para o impacto dos recuos respectivos de 11,3% e 6,3% na indústria de transformação e na construção civil, mitigado pelos crescimentos respectivos de 4,2% e 1,5% na indústria extrativa e na produção e distribuição de eletricidade, gás e água. O desempenho negativo do setor terciário foi influenciado pelos recuos nas atividades comércio (9,9%) e transporte, armazenagem e correio (7,7%).

No âmbito da demanda agregada, o componente interno contribuiu com -7,4 p.p. para a variação interanual do PIB (-1,3p.p. no trimestre encerrado em setembro de 2014), resultado de recuos respectivos de 0,4%, 4,5% e 15,0% nos consumos do governo e das famílias, e na FBCF. O setor externo, repercutindo variações respectivas de 1,1% e -20,0% nas exportações e nas importações, contribuiu com 2,9 p.p.

Tabela 1.6 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2014		2015		
	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri
Agropecuária	0,3	2,2	5,4	2,2	-2,0
Indústria	-2,9	-2,1	-4,4	-5,7	-6,7
Extrativa mineral	10,0	10,4	12,5	8,2	4,2
Transformação	-4,2	-6,0	-7,3	-8,1	-11,3
Construção civil	-7,6	-2,2	-8,3	-10,6	-6,3
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-6,7	-4,4	-6,6	-1,6	1,5
Serviços	-0,3	-0,3	-1,4	-1,8	-2,9
Comércio	-2,6	-1,8	-5,9	-7,1	-9,9
Transporte, armazenagem e correio	2,0	1,7	-4,0	-5,2	-7,7
Serviços de informação	5,9	2,5	3,5	-0,1	-1,5
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	-0,9	0,8	0,7	0,1	0,4
Outros serviços	-0,5	-1,0	-1,2	-2,0	-3,5
Atividades imobiliárias e aluguel	0,4	0,9	0,1	0,8	0,3
Administração, saúde e educação públicas	-0,4	-0,6	-0,4	0,5	0,9
Valor adic. a preços básicos	-1,0	-0,7	-1,7	-2,5	-3,8
Impostos sobre produtos	-1,7	-0,4	-3,8	-5,9	-8,3
PIB a preços de mercado	-1,1	-0,7	-2,0	-3,0	-4,5
Consumo das famílias	0,1	1,7	-1,5	-3,0	-4,5
Consumo do governo	1,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-7,7	-6,9	-10,1	-12,9	-15,0
Exportação	4,6	-10,7	3,3	7,7	1,1
Importação	2,0	-4,4	-5,0	-11,5	-20,0

Fonte: IBGE

Tabela 1.7 – Produção industrial

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)

Discriminação	2015			
	Jul	Ago	Set	Out
Insumos da construção civil	-11,6	-12,1	-15,5	-17,4
Bens de capital	-23,7	-26,1	-30,5	-32,2
Tipicamente industrializados	-5,1	-0,6	-2,9	-5,0
Agrícolas	-24,0	-27,6	-27,7	-28,2
Peças agrícolas	-20,7	-21,0	-24,9	-27,0
Construção	-48,3	-52,7	-55,5	-58,1
Energia elétrica	-21,7	-21,1	-18,8	-15,4
Equipamentos de transporte	-27,6	-30,6	-36,4	-38,1
Misto	-23,8	-28,5	-35,6	-35,9

Fonte: IBGE

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas variações de estoques, diminuíram 15,0% no terceiro 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 variou -4,0% em relação ao segundo trimestre do ano, nona retração trimestral consecutiva, acumulando recuo de 21,2% desde o segundo trimestre de 2013.

A absorção de bens de capital contraiu 32,8% no trimestre terminado em outubro de 2015, em relação a igual período de 2014, resultado de recuos respectivos de 32,2%, 25,8% e 0,4% na produção, importação e exportação desses bens. A retração na produção de bens de capital refletiu o desempenho modesto das categorias destinadas às áreas de construção, equipamentos de transporte e de uso misto. A produção de insumos típicos da construção civil diminuiu 17,4% em relação ao trimestre finalizado em outubro de 2014.

1.6 Conclusão

A atividade econômica doméstica segue apresentando resultados negativos, desempenho que reflete efeitos dos ajustes macroeconômicos em curso, que têm sido intensificados por eventos não econômicos. A ampliação de incertezas decorrentes desses eventos afeta a confiança dos agentes econômicos e repercute significativamente sobre as decisões de investimento e de consumo, em particular de bens de maior valor agregado.

O ritmo da atividade tende a se intensificar no médio prazo, quando o processo de ajustes – que tem se mostrado mais intenso e mais longo que o antecipado – e a superação dos eventos não econômicos mencionados criarem condições adequadas para a retomada da confiança de firmas e famílias e favorecerem a expansão do consumo e dos investimentos. Ressalte-se, ainda, que o componente externo da demanda agregada, em cenário de maior crescimento global e de depreciação do câmbio, corrobora a perspectiva de reação da atividade no médio prazo.

Projeção para o PIB em 2016 e revisão de 2015

Este boxe apresenta projeções do Banco Central para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2015 e 2016.

Revisão da projeção para 2015

A revisão da projeção para o crescimento do PIB em 2015 incorpora os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o terceiro trimestre do ano, a revisão da série histórica das contas nacionais trimestrais e estatísticas disponíveis para o trimestre em curso. A estimativa foi revisada de -2,7%, no Relatório anterior, para -3,6%.

A produção agropecuária deverá crescer 1,7%, ante estimativa anterior de 2,6%, arrefecimento consistente com a revisão para a produção de importantes culturas, realizada no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE. A estimativa de recuo para a produção da indústria passou de 5,6% para 6,3%, piora decorrente de revisões nas projeções para a indústria de transformação (-0,9 p.p.), para a construção civil (-1,0 p.p.) e para a indústria extrativa (-1,6 p.p.), esta repercutindo efeitos da greve dos petroleiros e da paralisação da atividade de uma das principais mineradoras do país, após acidente ambiental em Minas Gerais. O setor de serviços deverá recuar 2,4% (-1,6% no Relatório anterior), ressaltando-se as revisões nas atividades imobiliária e aluguel, -2,2 p.p., comércio, -1,7 p.p., e outros serviços, -0,7 p.p.

No âmbito da demanda interna, destaque para as reduções nas projeções para o consumo das famílias (de -2,4% para -3,8%), que incorpora o resultado do terceiro trimestre e indicadores coincidentes de outubro e novembro; e para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), de -12,3% para -14,5%, consistente com o desempenho da construção civil e da absorção de bens de capital. A contribuição da demanda interna para a variação do PIB em 2015 é estimada em -6,2 p.p.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %		
	2015	2016	
	III Tri	IV Tri ^{1/}	IV Tri ^{1/}
Agropecuária	2,1	1,7	0,5
Indústria	-4,7	-6,3	-3,9
Extrativa mineral	8,7	4,5	-4,0
Transformação	-8,2	-9,1	-3,8
Construção civil	-6,9	-8,8	-5,0
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	-2,9	-1,8	0,4
Serviços	-1,6	-2,4	-1,2
Comércio	-6,1	-8,4	-3,3
Transporte, armazenagem e correio	-3,8	-5,8	-3,0
Serviços de informação	1,1	0,1	-0,5
Interm. financeira e serviços relacionados	0,5	0,0	-0,3
Outros serviços	-1,9	-2,5	-1,7
Atividades imobiliárias e aluguel	0,5	0,3	0,0
Administração, saúde e educação públicas	0,1	0,3	0,2
Valor adicionado a preços básicos	-2,2	-3,1	-1,7
Impostos sobre produtos	-4,6	-6,5	-3,1
PIB a preços de mercado	-2,5	-3,6	-1,9
Consumo das famílias	-1,8	-3,8	-2,0
Consumo do governo	-0,4	-0,3	0,4
Formação Bruta de Capital Fixo	-11,2	-14,5	-9,5
Exportação	0,1	5,1	2,0
Importação	-10,4	-14,4	-11,0

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, o crescimento anual das exportações foi revisto de 8,0% para 5,1%, alteração compatível com o desempenho do terceiro trimestre e com informações preliminares para outubro e novembro. A variação das importações foi revisada para -14,4% (-10,7% no Relatório anterior). A contribuição do setor externo para a variação do PIB em 2015 deverá atingir 2,6 p.p. a maior desde 2003.

Projeção para 2016

A projeção para a variação do PIB em 2016 atinge -1,9%. O resultado, que incorpora cenário de incertezas associadas a eventos não econômicos, se aproxima do carregamento estatístico estimado para o ano.

A produção agropecuária deverá aumentar 0,5%, em linha com os prognósticos divulgados pelo IBGE e pela Companhia Nacional de Abastecimento (Conab). Destaque para a perspectiva de crescimento da safra de soja.

A variação da produção da indústria está estimada em -3,9%, terceiro recuo anual consecutivo. Estão projetadas reduções na indústria extrativa (4,0%), compatível com as metas de produção de petróleo e de minério de ferro anunciadas pelas principais empresas do setor e, em especial, com o impacto negativo do acidente ambiental mencionado anteriormente; na indústria de transformação (-3,8%), consistente com o impacto do cenário de patamar historicamente reduzido da confiança dos empresários e nível de estoques ainda elevado, que poderá ser mitigado por eventuais ganhos de competitividade decorrentes da depreciação cambial; e na construção civil (-5,0%), evidenciando a dinâmica ainda negativa do segmento residencial, impactado por elevados estoques de imóveis e restrições de financiamento.

O setor terciário deverá recuar 1,2% em 2016, seguindo a dinâmica da produção industrial e do consumo das famílias. As atividades comércio, transportes, outros serviços e serviços de informação devem contrair 3,3%, 3,0%, 1,7% e 0,5%, respectivamente.

Sob a ótica da demanda, ressaltam-se as estimativas de recuos menos acentuados, em relação às projeções para 2015, para o consumo das famílias e para a FBCF. O aumento de 1,8 p.p., para -2,0%, na estimativa para a variação anual do consumo considera os efeitos da evolução mais favorável da massa ampliada de rendimentos (massa salarial e benefícios sociais recebidos pelas famílias), que deverá repercutir o aumento significativo esperado para o salário mínimo, e da trajetória mais benigna da inflação. O crescimento de 5 p.p., para -9,5% na projeção para a variação anual da FBCF (terceiro recuo anual consecutivo) reflete, em parte, a perspectiva de que choques que impactaram acentuadamente a evolução dessa componente da demanda em 2015 não se repitam com a mesma intensidade em 2016. A retração anual repercute, em especial, o cenário negativo para a construção civil e o recuo acentuado na absorção de bens de capital, em ambiente de encarecimento do crédito e níveis historicamente reduzidos da utilização da capacidade instalada. A demanda interna deverá contribuir com -3,7 p.p. para a variação do PIB em 2016.

O menor dinamismo da economia brasileira seguirá impactando as importações de bens e serviços, que deverão recuar 11,0% em 2016, contrastando com a projeção de crescimento de 2,0% para as exportações. A contribuição do setor externo para a variação anual do PIB em 2016 está estimada, portanto, em 1,8 p.p.

A inflação ao consumidor acelerou no trimestre encerrado em novembro, ainda repercutindo os processos de ajustes de preços relativos – domésticos em relação aos internacionais e administrados em relação aos livres – que vêm mostrando-se mais demorados e mais intensos que o previsto.

Os índices de preços ao produtor aceleraram no trimestre, refletindo, em grande parte, os efeitos da depreciação cambial sobre os preços de produtos industriais e agropecuários.

2.1 Índices gerais

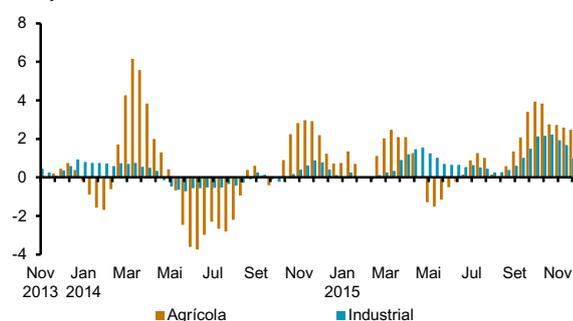
Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	0,58	0,40	1,42	1,76	1,19
IPA	0,61	0,44	2,02	2,38	1,41
IPC-Br	0,53	0,22	0,42	0,76	1,00
INCC	0,55	0,59	0,22	0,36	0,34

Fonte: FGV

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

Variação % mensal



Fonte: FGV

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 4,44% no trimestre terminado em novembro (1,68% no finalizado em agosto). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 1,49% para 5,92%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 1,58% para 2,19%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 3,00% para 0,92%.

A aceleração do IPA repercutiu, em especial, a desvalorização do câmbio, implicando aumentos nas variações dos preços dos produtos industriais, de 1,38% para 4,78% (derivados do petróleo e álcool, 6,94%; açúcar, 42,16%) e dos produtos agropecuários, de 1,76% para 8,88% (bovinos, 4,31%; milho, 20,74%; batata-inglesa, 66,41%). Considerados períodos de doze meses, os preços agropecuários e industriais aumentaram 14,72% e 9,95%, respectivamente, em novembro (10,45% e 5,94%, na ordem, em agosto).

A aceleração do IPC no trimestre foi condicionada, sobretudo, pelos reajustes nos itens gasolina (7,82%), gás de botijão (16,49%) e álcool combustível (18,28%). A desaceleração do INCC refletiu, em especial, a estabilidade no custo da mão-de-obra. Os preços de materiais e serviços variaram 1,97% no trimestre.

Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 10,64% em novembro (7,80% em agosto e 4,10% em novembro de 2014).

2.2 Índices de preços ao consumidor

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA	0,62	0,22	0,54	0,82	1,01
Livres	0,45	0,19	0,42	0,64	0,98
Comercializáveis	0,50	0,42	0,46	0,99	1,14
Não comercializáveis	0,40	-0,01	0,38	0,34	0,85
Serviços	0,54	0,32	0,67	0,62	0,46
Monitorados	1,17	0,32	0,92	1,39	1,09

Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

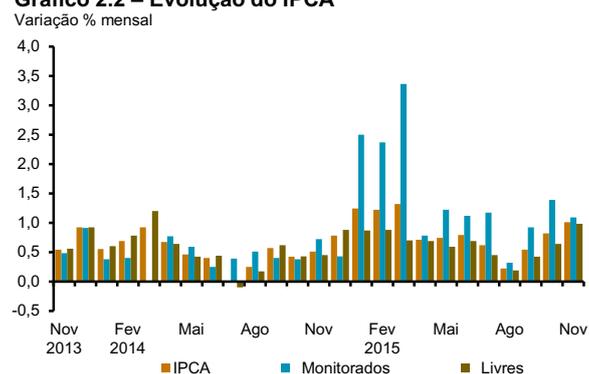
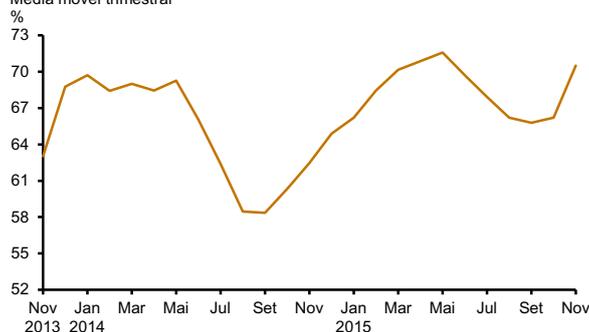


Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA
Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral



O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 2,39% no trimestre encerrado em novembro (1,64% no terminado em agosto), resultado de acelerações dos preços monitorados (de 2,63% para 3,44%) e dos livres (de 1,34% para 2,05%). Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 9,53%, em agosto, para 10,48%, em novembro, reflexo de acelerações dos preços monitorados, de 15,75% para 17,95%, e dos livres, de 7,70% para 8,28%.

A evolução trimestral dos preços livres repercutiu as elevações nas variações dos preços dos bens comercializáveis (de 1,61% para 2,61%), com destaque para etanol e vestuário; e dos não comercializáveis (de 1,08% para 1,58%), em especial de alimentos *in natura* e passagem aérea.

O aumento na variação trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o impacto das maiores altas nos itens gasolina e gás de botijão, mitigado pelo recuo dos efeitos dos reajustes nos preços dos itens jogos de azar e taxa de água e esgoto.

Os preços dos serviços aumentaram 1,76% no trimestre encerrado em novembro (1,66% no finalizado em agosto), com destaque para a elevação nos preços de passagens aéreas e alimentação fora do domicílio. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços aumentaram 8,34% em novembro (8,24% em agosto).

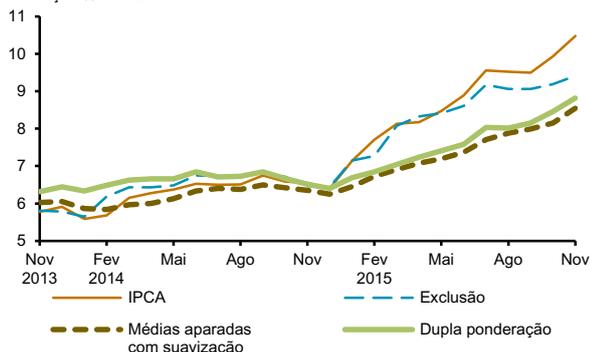
A média mensal do índice de difusão do IPCA atingiu 70,51% no trimestre encerrado em novembro (66,22% e 62,47%, na ordem, nos finalizados em agosto de 2015 e em novembro de 2014).

2.3 Núcleos

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 1,62% no trimestre encerrado em novembro (1,93% no finalizado

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2015					
		Jul	Ago	Set	Out	Nov	No ano
IPCA	100,00	0,62	0,22	0,54	0,82	1,01	9,62
Livres	75,63	0,45	0,19	0,42	0,64	0,98	7,33
Monitorados	24,37	1,17	0,32	0,92	1,39	1,09	17,45
Principais itens							
Gás encanado	0,07	0,86	0,96	0,15	0,46	-0,17	7,35
Ônibus urbano	2,56	0,00	0,60	0,10	0,10	1,11	14,86
Água e esgoto	1,47	2,44	1,07	1,48	-0,04	0,40	14,64
Plano de saúde	3,31	1,59	1,08	1,06	1,06	1,06	10,98
Gasolina	3,99	-0,29	0,67	-0,23	5,05	3,21	18,61
Pedágio	0,11	2,69	2,04	0,49	0,03	0,40	5,44
Remédios	3,28	0,21	-0,11	0,30	0,15	0,02	6,63
Energia elétrica	4,04	4,17	-0,42	0,28	0,87	0,98	50,48
Gás veicular	0,12	2,65	2,56	2,25	1,28	0,14	14,81
Gás de bujão	1,23	-0,04	-0,44	12,98	3,27	0,81	22,39
Óleo diesel	0,15	-0,25	0,03	-0,12	3,26	1,76	12,76

Fontes: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA (cheio)	0,62	0,22	0,54	0,82	1,01
Exclusão ^{1/}	0,41	0,33	0,55	0,63	0,59
Exclusão ^{2/}	0,71	0,32	0,55	0,53	0,53
Médias aparadas com suavização	0,67	0,56	0,64	0,66	0,75
Médias aparadas sem suavização	0,55	0,42	0,48	0,61	0,65
Dupla ponderação	0,63	0,43	0,69	0,73	0,71
IPC-Br (cheio)	0,53	0,22	0,42	0,76	1,00
Médias aparadas	0,58	0,58	0,42	0,76	0,69

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).

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.

em agosto). Em doze meses, a variação do núcleo atingiu 9,41% em novembro (9,06% em agosto).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,78% (1,43% no trimestre terminado em agosto). Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 7,33% em novembro (6,84% em agosto).

Os núcleos calculados por médias aparadas com suavização¹ e sem suavização variaram 2,06% e 1,75%, respectivamente, no trimestre finalizado em novembro (1,96% e 1,60%, na ordem, no encerrado em agosto). Considerados períodos de doze meses, estes núcleos variaram, na ordem, 8,55% e 7,69% em novembro (7,88% e 7,15%, respectivamente, em agosto).

O núcleo de dupla ponderação² aumentou 2,15% no trimestre finalizado em novembro (1,84% no encerrado em agosto). Em doze meses, o indicador variou 8,82% em novembro (8,02% em agosto).

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,88% no trimestre finalizado em novembro (1,88% no terminado em agosto). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 8,07% em novembro e 7,55% em agosto.

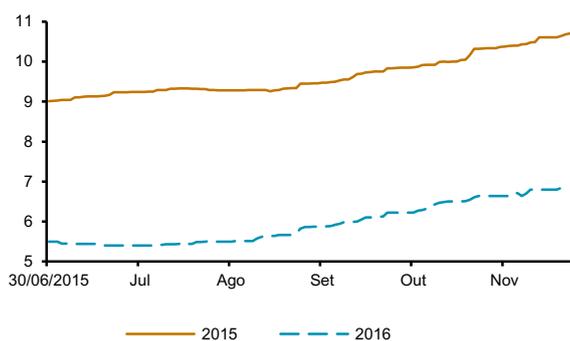
2.4 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado, de 18 de dezembro, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2015 passou de 9,49%, ao final de setembro, para 10,70%, e a mediana das projeções para 2016 aumentou de 5,89% para 6,87%. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – passou de 6,05% para 7,04%, no mesmo período.

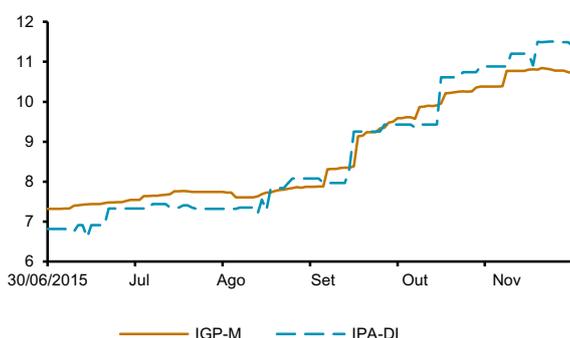
As medianas das estimativas para as variações do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2015 e em 2016 situaram-se, na ordem, em 10,72% e 6,48% em 18 de dezembro (8,32% e 5,76%, respectivamente, ao final de setembro), e as relativas ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiram 11,40% e 6,64% (7,97% e 6,26%, respectivamente, ao final de setembro).

Gráfico 2.5 – IPCA

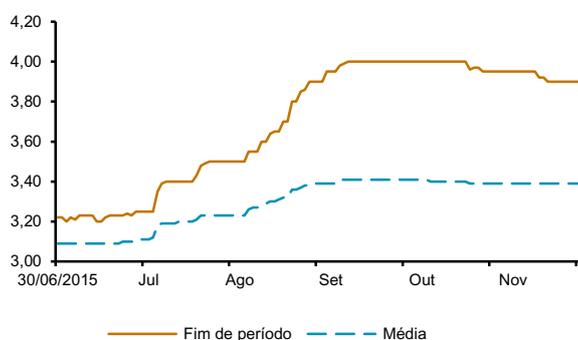
Medianas (%)

**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	30/06/2015		30/09/2015		18/12/2015	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Em percentual						
IPCA	9,01	5,50	9,49	5,89	10,70	6,87
IGP-M	7,32	5,50	8,32	5,76	10,72	6,48
IPA-DI	6,82	5,50	7,97	6,26	11,40	6,64
Preços administrados	14,70	5,96	15,55	6,00	18,00	7,50
Selic (fim de período)	14,50	12,00	14,25	12,50	...	14,75
Selic (média do período)	13,72	13,36	13,63	13,63	...	15,09
PIB	-1,50	0,50	-2,82	-1,00	-3,70	-2,80
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,22	3,40	3,98	4,00	3,90	4,20
Câmbio (média do período)	3,09	3,30	3,41	3,99	3,39	4,11

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2015 e em 2016 atingiram, na ordem, 18,00% e 7,50% em 18 de dezembro (15,55% e 6,00%, respectivamente, em 30 de setembro).

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2015 e de 2016 atingiram R\$3,90/US\$ e R\$4,20/US\$, respectivamente, em 18 de dezembro (R\$3,98/US\$ e R\$4,00/US\$, na ordem, ao final de setembro). As medianas das projeções para a taxa de câmbio média de 2015 e de 2016 situaram-se, na ordem, em R\$3,39/US\$ e R\$4,11/US\$ (R\$3,41/US\$ e R\$3,99/US\$), respectivamente, em 30 de setembro).

2.5 Conclusão

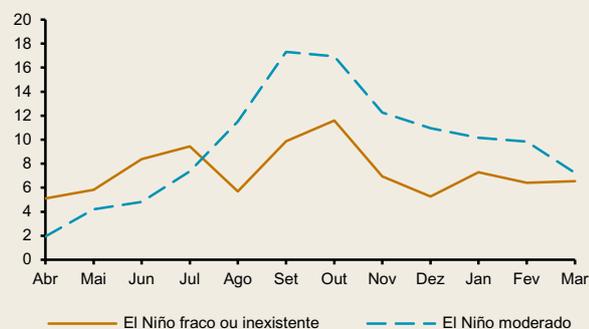
As taxas mensais de inflação ao consumidor aceleraram no trimestre encerrado em novembro, refletindo, em grande parte, aumentos nos preços de combustíveis e alimentos. Em doze meses, a inflação medida pelo IPCA registrou nova aceleração, permanecendo acima do limite superior da meta estabelecida pelo CMN no âmbito do regime de metas para a inflação.

Prospectivamente, ainda que a recente depreciação cambial e a inércia inflacionária representem riscos relevantes, o arrefecimento dos preços monitorados e os efeitos das ações de política monetária recentemente implementadas devem favorecer a desaceleração da inflação ao consumidor. No primeiro trimestre de 2016, em particular, espera-se significativa desaceleração da inflação em doze meses, repercutindo o descarte das elevadas taxas mensais registradas no mesmo período de 2015.

El Niño, Chuvas e Principais Impactos Inflacionários

Gráfico 1 – ENA na região Sul

Mediana 2000/2001-2014/2015 (mil MWmed)



Fonte: ONS e BCB

Gráfico 2 – ENA na região Sudeste e Centro-Oeste

Mediana 2000/2001-2014/2015 (mil MWmed)



Fonte: ONS e BCB

O evento climático *El Niño* se caracteriza pelo aquecimento da temperatura das águas superficiais da costa do Oceano Pacífico, gerando secas ou excesso de chuvas nos trópicos e zonas subtropicais. No Brasil, o fenômeno causa alterações no padrão de chuva das distintas regiões, exercendo impactos sobre a inflação, seja pelo aumento de custos na produção de alimentos, seja pela redução nas tarifas de energia elétrica em cenário de aumento do nível dos reservatórios. Este box procura avaliar o efeito do *El Niño* sobre os preços ao consumidor.

O *El Niño* ocorre sem periodicidade definida e sua duração varia entre 12 a 15 meses. O fenômeno se manifestou com intensidade forte em 2015 e a expectativa, de acordo com a WMO¹, é que se intensifique em dezembro², devendo se consolidar como um dos quatro mais intensos registrados desde 1950³ e o mais forte dos últimos 15 anos.

No Brasil, o *El Niño* é associado a aumento das chuvas no Sul, Sudeste e Centro-Oeste como mostra a evolução da mediana da Energia Natural Afluente (ENA)⁴ em anos com *El Niño* moderado e nos demais anos (Gráficos 1 e 2).

No Sul, a diferença no padrão de chuvas se intensifica a partir de agosto, em anos com *El Niño* moderado, e no Sudeste e Centro-Oeste, de dezembro a março do ano seguinte⁵.

1/ World Meteorological Organization.

2/ Tipicamente, a intensidade do *El Niño* atinge seu máximo durante os meses de outubro a janeiro do ano seguinte, e persiste até pelo menos o final do primeiro trimestre.

3/ Eventos mais intensos ocorreram em 1972-73, 1982-83 e 1997-98.

4/ A energia natural afluente, mensurada em megawatt médio (MWmed), serve como uma proxy para o volume de chuvas. Estes dados são divulgados pelo Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) desde janeiro de 2000.

5/ Vale notar, entretanto, que com base no teste estatístico de diferença de médias, a diferença entre a energia natural afluente nos casos considerados não é estatisticamente significativa a 5%, o que pode ser atribuído, sobretudo, ao pequeno tamanho da amostra, de 2000/01 a 2014/15 (ou 15 observações) e a ocorrência de apenas 2 *El Niños* moderados no período (2002/03 e 2009/10). A ONS não disponibiliza dados de energia natural afluente anteriores a janeiro de 2000.

Gráfico 3 – Evolução mensal do ENA na região Sul

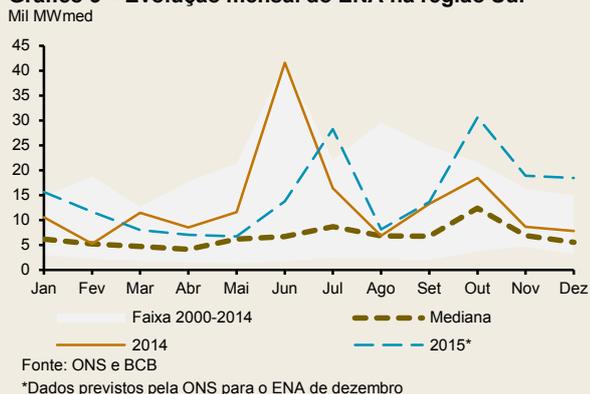


Gráfico 4 – Evolução mensal do ENA nas regiões Sudeste e Centro-Oeste

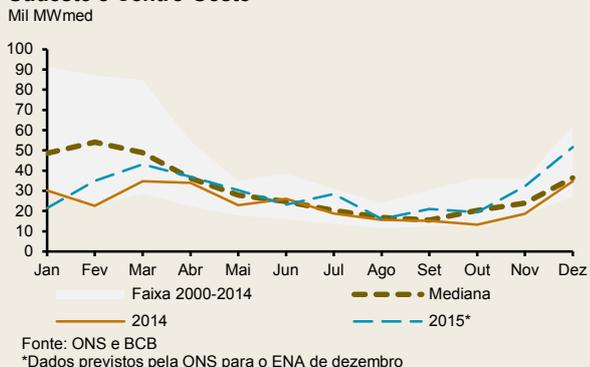
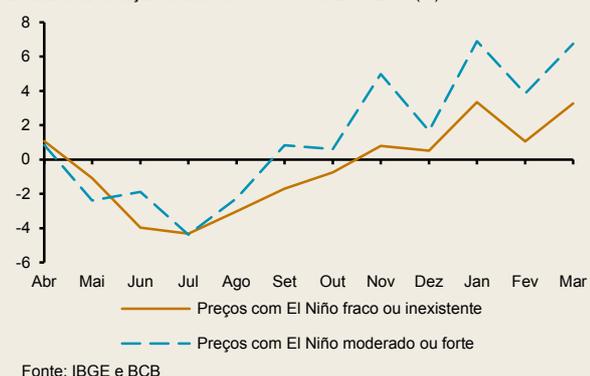


Gráfico 5 – Preço de alimentos *in natura* no IPCA
Mediana da variação mensal de 1995/1996 a 2014/2015 (%)



A expectativa é que os efeitos climáticos ocorridos em anos de *El Niño* com intensidade moderada e/ou forte se repitam em 2015 e em 2016. Nesse sentido, o Gráfico 3 mostra que o excesso de chuvas registrado no Sul de agosto a novembro de 2015 repete o padrão de outros *El Niños* de intensidade moderada. No Sudeste e no Centro-Oeste (Gráfico 4), o padrão histórico indica que a intensificação das chuvas ocorre a partir de dezembro, durando até o primeiro trimestre do ano seguinte.

O aumento das chuvas no Sul, Centro-Oeste e, principalmente, no Sudeste pode prejudicar a oferta de alimentos *in natura*⁶ e impactar seus preços, sensíveis a condições meteorológicas inadequadas (Gráfico 5). Nota-se, de fato, que a mediana da inflação de produtos *in natura* é superior quando ocorre *El Niño* moderado ou forte, ressaltando-se que a diferença entre as variações desses preços se acentua nos últimos meses do ano e no primeiro trimestre do ano seguinte⁷.

O excesso de chuvas no Sul⁸ pressionou os preços de alimentos *in natura* (Gráfico 6), ressaltando-se que fatores adicionais, como redução da área plantada e colhida, também influenciaram a trajetória desses preços. Adicionalmente, se o padrão de chuvas esperado para o Sudeste se confirmar nos próximos meses, a expectativa é de que os preços de *in natura* continuem aumentando acima do padrão sazonal até o início de 2016, embora em intensidade menor do que a observada em novembro deste ano⁹.

A pressão que o evento climático pode exercer sobre a inflação pelo canal preços de alimentos pode ser contrabalançada pelo impacto positivo das chuvas sobre as tarifas de energia. Nesse sentido, eventual aumento do nível dos reservatórios das regiões Sudeste e Centro-Oeste¹⁰ no final de 2015 e início de 2016 poderá possibilitar o desligamento de parcela das usinas térmicas, que geram energia elétrica mais cara, criando

6/ Engloba os itens “tubérculos, “hortaliças e verduras”, raízes e legumes” e “frutas”, além do componente “ovo de galinha”, do IPCA.

7/ A amostra, neste caso, englobou os anos de 1995/96 a 2014/15. Neste período, houve ocorrência de *El Niño* moderado em 2002/03 e 2009/10; e de *El Niño* forte em 1997/98.

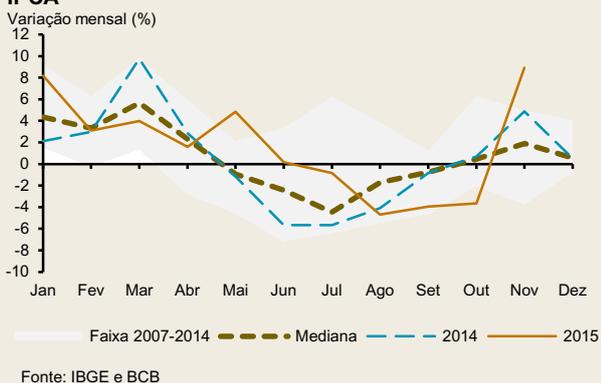
8/ A região Sul é responsável por 34,5% do total da batata-inglesa produzida no Brasil e por 67,0% do total de cebola. Estes itens têm peso significativo no peso total de produtos *in natura* no IPCA, e são os de maior alta, junto com o tomate, entre estes produtos em novembro.

9/ Alimentos *in natura* são produzidos, majoritariamente, na região Sudeste.

10/ Correspondem a cerca de 70% do total de reservatórios do país.

11/ Vale ressaltar que o repasse do risco hídrico das geradoras de energia elétrica para as bandeiras tarifárias pode elevar o valor do MW/hora da eletricidade consumida, mesmo no caso de bandeiras verdes ou amarelas.

Gráfico 6 – Evolução do preço de alimentos *in natura* no IPCA



condições para alteração da bandeira cobrada nas contas de eletricidade, de vermelha para amarela ou verde.¹¹

Estima-se que o impacto do aumento dos alimentos *in natura* para a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2016 alcance cerca de 0,19 p.p. no primeiro trimestre, recuando para 0,13 p.p., até o final do ano.¹² No âmbito das tarifas de energia, a eventual troca de bandeira vermelha para amarela exerceria contribuição de -0,18 p.p. para a variação do IPCA em 2016 (-0,36 p.p. caso a troca seja de bandeira vermelha para verde).

Com base nas evidências apresentadas, o fenômeno *El Niño* pressiona os preços de alimentos *in natura*, com desdobramentos sobre o IPCA. Esse impacto deverá ser mais acentuado no início de 2016. O fenômeno *El Niño* poderá criar, ainda, condições para mudanças na bandeira tarifária de energia, com efeitos favoráveis sobre a inflação. O efeito líquido desses dois canais sobre o IPCA tende a ser neutro ou, dependendo da evolução das tarifas de energia elétrica, favorável à trajetória da inflação em 2016.

12/ Para projetar a contribuição de produtos *in natura* para o IPCA, foi estimado um modelo ARIMA (1,1,4) com *dummies* sazonais e uma *dummy* para a ocorrência de *El Niños* moderados ou fortes (meses de novembro, dezembro, janeiro, fevereiro e março nos anos 1997/98, 2002/03, 2009/10 e 2015/16).

Políticas creditícia, monetária e fiscal

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

	2015				R\$ bilhões	
	Ago	Set	Out	Nov	Variação %	
					3	12
meses meses						
Total	3.135,2	3.164,3	3.157,4	3.176,8	1,3	7,4
Pessoas jurídicas	1.655,0	1.677,5	1.667,2	1.676,3	1,3	6,8
Recursos livres	804,6	813,2	805,9	812,8	1,0	4,3
Direcionados	850,3	864,3	861,3	863,4	1,5	9,2
Pessoas físicas	1.480,2	1.486,8	1.490,2	1.500,5	1,4	8,2
Recursos livres	796,7	797,3	796,8	801,5	0,6	3,8
Direcionados	683,6	689,5	693,3	699,1	2,3	13,7

Participação %:						
Total/PIB	53,6	54,0	53,7	53,8		
Pes. jurídicas/PIB	28,3	28,6	28,4	28,4		
Pessoas físicas/PIB	25,3	25,4	25,3	25,4		
Recursos livres/PIB	27,4	27,5	27,3	27,3		
R. direcionados/PIB	26,2	26,5	26,4	26,5		

Gráfico 3.1 – Saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro por controle de capital

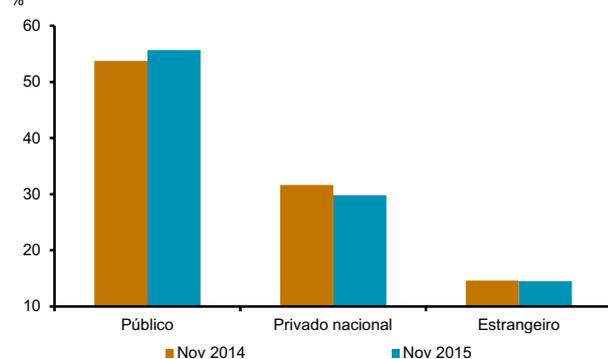
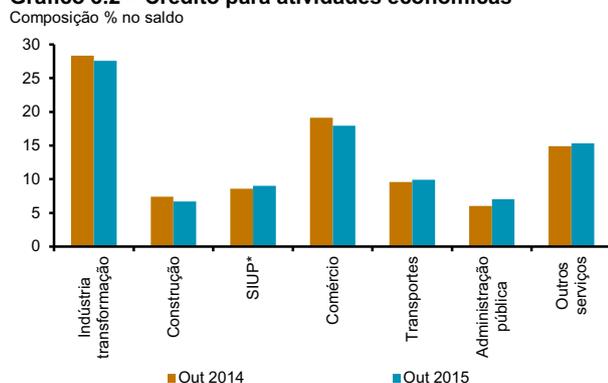


Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



* Serviços Industriais de Utilidade Pública.

A trajetória de desaceleração das operações de crédito do sistema financeiro persistiu no trimestre encerrado em novembro, tanto no segmento de pessoas físicas quanto no de pessoas jurídicas. Ressalte-se que essa evolução, influenciada pelo cenário de aumento nas taxas de juros e de retrações na renda disponível e na confiança dos agentes econômicos, ocorreu apesar dos efeitos sazonais típicos de final de ano sobre a demanda por empréstimos.

3.1 – Crédito

As operações de crédito do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, totalizaram R\$3.177 bilhões em novembro, aumentando 1,3% no trimestre e 7,4% em doze meses (elevações respectivas de 1,7% e 9,7% no trimestre encerrado em agosto). As carteiras de pessoas jurídicas e de pessoas físicas totalizaram, na ordem, R\$1.676 bilhões e R\$1.501 bilhões, com aumentos respectivos de 1,3% e 1,4% no trimestre, e de 6,8% e 8,2% em doze meses. A relação crédito/PIB atingiu 53,8% em novembro (53,6% em agosto e 52,2% em novembro de 2014).

As carteiras das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e privadas estrangeiras representaram, na ordem, 55,7%, 29,8% e 14,5% do total de crédito do sistema financeiro em novembro (53,7%, 31,6% e 14,6%, respectivamente, em igual período de 2014). No trimestre, houve aumentos nas carteiras das instituições estrangeiras (2,1%), das instituições públicas (1,8%) e das instituições privadas nacionais (0,2%).

A destinação do crédito por atividade econômica¹ indica que o saldo das operações contratadas pela indústria de transformação (em especial para a atividade petróleo e combustíveis) e pela indústria extrativa aumentaram 1,6% e 6,8%, respectivamente, no trimestre encerrado em outubro. No mesmo sentido, os saldos das contratações nos segmentos administração pública, transportes e comércio aumentaram 5,8%, 2,1% e 0,6%, respectivamente.

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

O total de crédito ao setor privado somou R\$2.904 bilhões. A elevação trimestral de 1,1% repercutiu aumentos de 1,5% no segmento de pessoas físicas e de 0,7% no de pessoas jurídicas. O crédito destinado ao setor público somou R\$253 bilhões, ressaltando-se que a expansão trimestral de 6,5% refletiu variações respectivas de 8,0% e 5,1% nos empréstimos ao governo federal, e a estados e municípios.

Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas

	R\$ bilhões					
	2015				Variação %	
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Recursos livres	796,7	797,3	796,8	801,5	0,6	3,8
Crédito pessoal	376,6	378,9	379,0	380,2	1,0	8,0
Do qual: consignado	270,2	272,0	272,2	273,3	1,1	9,4
Aquisição de veículos	168,6	166,8	164,9	163,1	-3,3	-11,1
Cartão de crédito	159,6	158,1	159,6	164,6	3,1	9,7
Cheque especial	27,6	27,4	27,5	27,1	-1,9	5,0
Demais	64,2	66,0	65,9	66,5	3,5	9,8
Recursos direcionados	683,6	689,5	693,3	699,1	2,3	13,7
BNDES	45,0	45,2	45,5	45,7	1,5	8,3
Imobiliário	481,9	486,3	490,8	494,9	2,7	17,1
Rural	148,8	150,3	149,7	151,1	1,6	6,7
Demais	7,8	7,7	7,5	7,4	-5,7	-9,5

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

	R\$ bilhões					
	2015				Variação %	
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Recursos livres	804,6	813,2	805,9	812,8	1,0	4,3
Capital de giro	381,6	379,5	377,2	377,8	-1,0	-3,0
Conta garantida	43,7	42,1	42,2	42,7	-2,4	-8,8
ACC	64,7	65,9	65,8	65,5	1,3	25,7
Financ. a exportações	66,8	67,3	67,5	67,5	1,0	18,4
Demais	247,7	258,4	253,2	259,2	4,6	11,1
Recursos direcionados	850,3	864,3	861,3	863,4	1,5	9,2
BNDES	621,4	626,6	623,3	624,8	0,5	8,8
Imobiliário	70,8	71,6	72,1	72,4	2,2	11,1
Rural	73,5	78,8	78,3	77,7	5,8	5,2
Demais	84,6	87,4	87,6	88,6	4,7	13,9

As operações de crédito com recursos livres (50,8% do total do sistema financeiro) atingiram R\$1,614 bilhões em novembro, aumentando 0,8% no trimestre e 4,1% em doze meses. A carteira de pessoas jurídicas (R\$813 bilhões) variou 1,0% no trimestre, com destaque para os aumentos respectivos de 13,3% e 10,9% nas modalidades desconto de duplicatas e outros créditos (notadamente, aquisição de recebíveis), ambas influenciados pela sazonalidade, e para os recursos nas modalidades capital de giro (1,0%) e conta garantida (2,4%), consistentes com a redução do dinamismo da atividade. A carteira de pessoas físicas (R\$802 bilhões) cresceu 0,6% no trimestre, destacando-se os aumentos nas modalidades crédito consignado (1,1%) e cartão de crédito à vista (3,1%). Ressalte-se que as contratações associadas à modalidade crédito consignado recuaram 8,6% no trimestre.

As operações com recursos direcionados somaram R\$1.563 bilhões em novembro, elevando-se 1,9% no trimestre e 11,2% em doze meses. O saldo contratado no segmento de pessoas físicas atingiu R\$699 bilhões, destacando-se que o aumento trimestral de 2,3% repercutiu expansões de 1,6% no segmento crédito rural e de 2,7% na modalidade financiamentos imobiliários, cujas concessões recuaram 12,2% e 14,9%, respectivamente, no trimestre.

Os empréstimos contratados no segmento de pessoas jurídicas totalizaram R\$863 bilhões. O aumento trimestral de 1,5% repercutiu, em especial, as elevações de 5,8% na carteira de crédito rural e de 4,7% na modalidade outros créditos direcionados. O saldo de financiamentos para investimentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) cresceu 0,5% no trimestre.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 30,4% a.a. em novembro – maior patamar da série iniciada em março de 2011 -, com aumentos de 1,4 p.p. no trimestre e de 6,1 p.p. em doze meses. A elevação trimestral repercutiu variações respectivas de 2,7 p.p. e 0,1

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

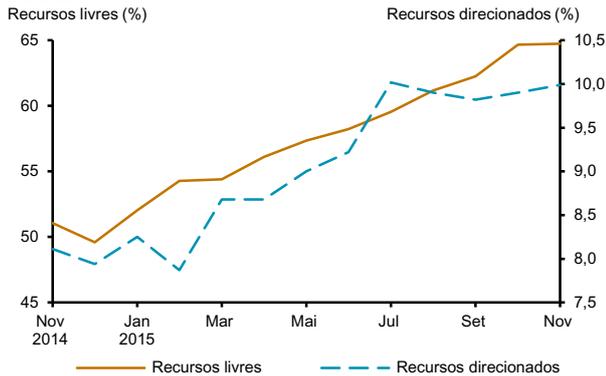


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

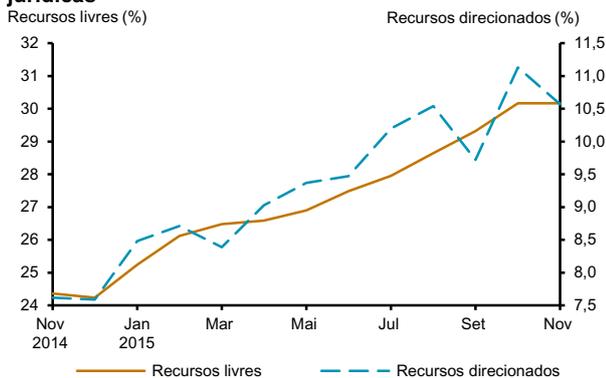
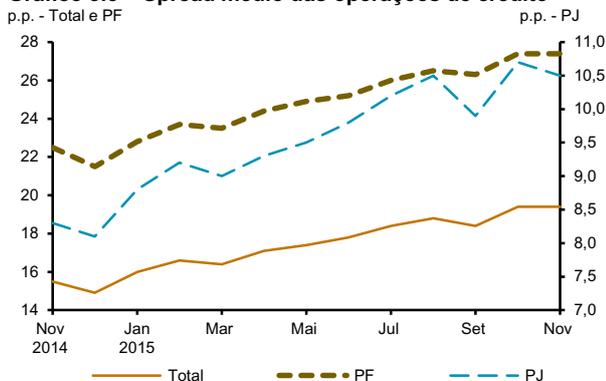
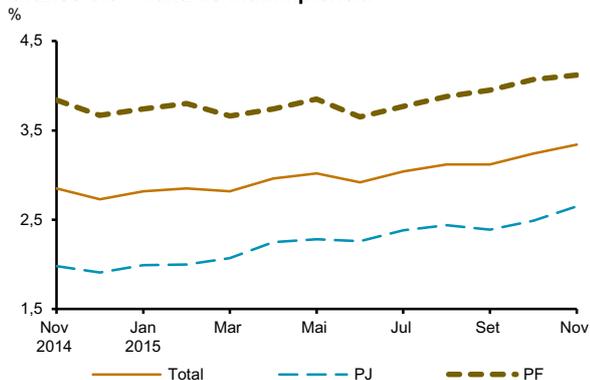


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones e Nasdaq

Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

p.p. nas operações com recursos livres e direcionados, que registraram taxas médias respectivas de 48,1% a.a. e 10,3% a.a., no período.

No segmento de pessoas físicas, a taxa média de juros situou-se em 38,7% a.a., aumentando 1,7 p.p. no trimestre e 7 p.p. em doze meses. A evolução trimestral repercutiu os aumentos de 3,6 p.p., para 64,8% a.a., nas contratações com recursos livres (cheque especial, 31,6 p.p.; cartão de crédito rotativo, 11,8 p.p.), e de 0,1 p.p., para 10,0%, nas realizadas com recursos direcionados.

No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média de juros atingiu 21,2% a.a. em novembro, elevando-se 0,8 p.p. no trimestre e 4,6 p.p. em doze meses. O aumento no trimestre refletiu crescimentos nos empréstimos com recursos livres (1,5 p.p., para 30,2%), destacando-se as variações nas modalidades capital de giro (0,7 p.p.) e conta garantida (2,8 p.p.); e nos efetuados com recursos direcionados (0,1 p.p., para 10,6%), sobressaindo a elevação de 0,2 p.p. na modalidade crédito rural.

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 19,4 p.p. em novembro, elevando-se 0,6 p.p. no trimestre e 3,9 p.p. em doze meses. O indicador atingiu 27,4 p.p. no segmento de pessoas físicas e 10,5 p.p. no de pessoas jurídicas, registrando aumento de 0,9 p.p. e estabilidade, respectivamente, no trimestre. O *spread* atingiu 33,3 p.p. nas contratações com recursos livres e 3,5 p.p. nas realizadas com recursos direcionados, variando 1,3 p.p. e -0,2 p.p., respectivamente, no trimestre.

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, situou-se em 3,3% em novembro, aumentando 0,2 p.p. no trimestre e 0,5 p.p. em doze meses. A taxa atingiu 4,1% no segmento de pessoas físicas, elevando-se 0,2 p.p. no trimestre e 0,3 p.p. em doze meses, e 2,6% no de pessoas jurídicas, variações respectivas de 0,2 p.p. e 0,6 p.p., nos mesmos períodos. A inadimplência atingiu 5,2% nas contratações com recursos livres e 1,5% nas realizadas com recursos direcionados, elevando-se 0,3 p.p. nos dois segmentos.

3.2 – Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) atingiu R\$302,5 bilhões em novembro, variando 0,9% no

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

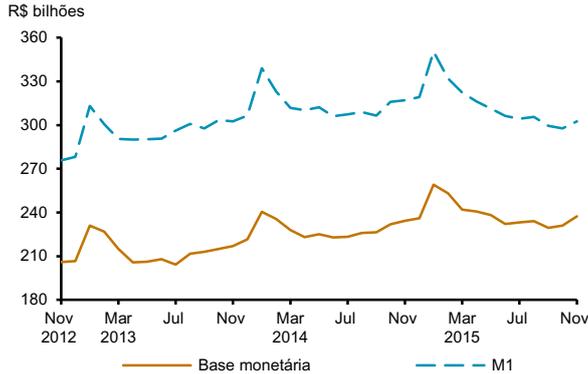


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados

Variação percentual em 12 meses

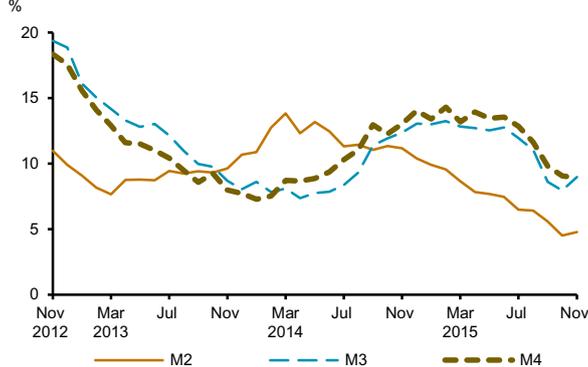
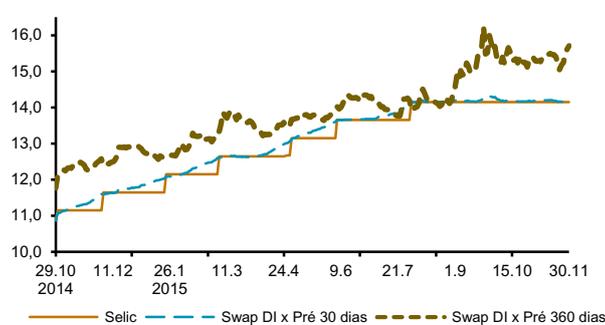


Gráfico 3.9 – Taxas de juros

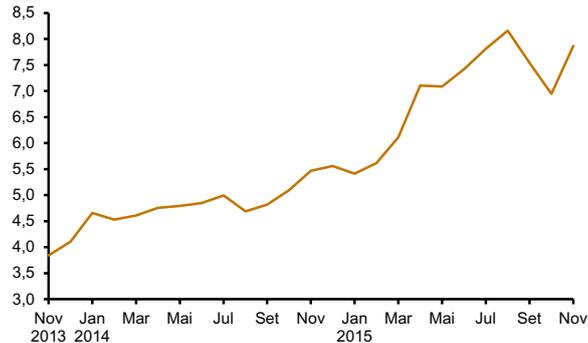
% a.a.



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

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

% a.a.



trimestre e -5,3% em doze meses, e o da base monetária totalizou R\$237,1 bilhões, elevando-se 3,3% e 0,4%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

Considerados saldos em final de período, a base monetária totalizou R\$242,8 bilhões em novembro. A expansão trimestral de 4,8% refletiu impactos expansionistas dos ajustes nas operações com derivativos (R\$7,6 bilhões), das operações com títulos públicos federais (R\$35,8 bilhões) e das operações do Tesouro Nacional (R\$28 bilhões), neutralizados, em parte, pelos efeitos contracionistas das vendas líquidas de divisas pelo Banco Central (R\$37,4 bilhões) e dos recolhimentos compulsórios (R\$23,8 bilhões).

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

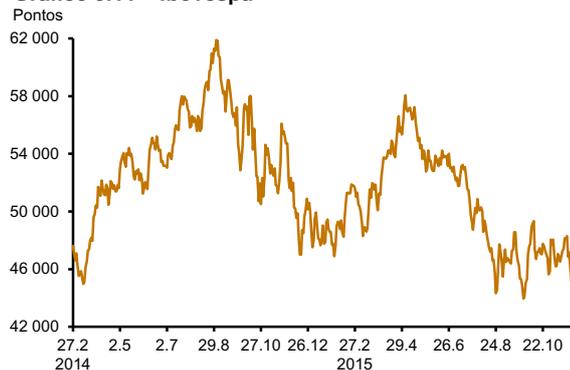
Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas dos contratos de *swap* DI x pré de 30 dias e de 360 dias registraram, na ordem, estabilidade (em 14,2%) e aumento de 1,3 p.p. (para 15,7% a.a.) no trimestre encerrado em novembro. Essa abertura sugere que a expectativa de elevação da taxa básica de juros aumentou no trimestre.

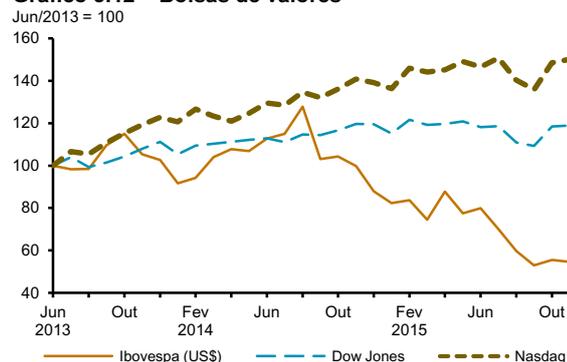
A expectativa do mercado para o IPCA nos próximos doze meses, com base na pesquisa realizada pelo Banco Central junto ao mercado financeiro, no final de novembro, aumentou 1,54 p.p., para 7,26% a.a., no trimestre. Tendo como cenário base a meta atual de 14,25% a.a. para a taxa Selic, projeta-se taxa de juros real de 6,5% a.a. para os próximos doze meses (8,2% a.a. em agosto).

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) recuou 3,2% no trimestre encerrado em novembro, registrando 45.120 pontos ao final do período. O volume médio diário negociado aumentou de R\$6,3 bilhões para R\$6,9 bilhões, no trimestre.

Gráfico 3.11 – Ibovespa

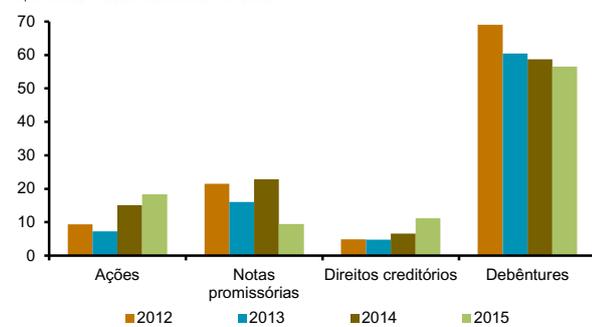
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores

Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – acumulado até novembro



Fonte: CVM e ANBIMA

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

Acumulado em 12 meses

Segmento	2013		2014		Out 2015	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-75,3	-1,5	20,5	0,4	39,9	0,7
Governos regionais	-16,3	-0,3	7,8	0,1	-4,0	-0,1
Empresas estatais	0,3	0,0	4,3	0,1	5,0	0,1
Total	-91,3	-1,8	32,5	0,6	40,9	0,7

A rentabilidade do Ibovespa avaliada em dólares, repercutindo, em parte, a depreciação de 5,6% da taxa de câmbio, recuou 8,4% no trimestre, ante elevações respectivas de 7,2% e 7,0% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

As emissões de ações, debêntures, notas promissórias e a colocação de recebíveis de direitos creditórios, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somaram R\$95,5 bilhões nos onze primeiros meses de 2015 (R\$145,3 bilhões em igual período de 2014). Deste total, R\$18,3 bilhões referem-se a renda variável e R\$77,2 bilhões a renda fixa, com destaque para as emissões de debêntures (R\$56,5 bilhões, sendo R\$10 bilhões por empresas de arrendamento mercantil).

3.3 – Política fiscal

O governo, considerando o cenário de menor arrecadação e de dificuldade na ampliação do contingenciamento de despesas, encaminhou projeto de lei ao Congresso Nacional estabelecendo nova meta de resultado primário para 2015, mediante alterações na Lei de Diretrizes Orçamentárias. A proposta foi aprovada em dezembro e estabelece que a meta para o Governo Central passa de *superavit* de R\$5,8 bilhões para *deficit* de R\$51,8 bilhões, podendo totalizar até R\$119,9 bilhões se houver frustração de receitas previstas com concessões e permissões ou pagamentos de despesas de equalização de taxas e/ou subsídios acumulados de exercícios anteriores. Para os governos regionais, permanece a meta de *superavit* primário de R\$2,9 bilhões.

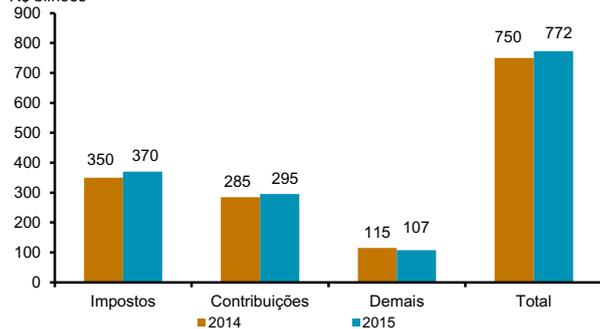
Foram anunciadas, em outubro, diversas medidas para viabilizar o *superavit* primário do Governo Central em 2016. Destacam-se entre as medidas pendentes de aprovação legislativa, a implementação do teto remuneratório do serviço público, a extinção do abono de permanência (Proposta de Emenda Constitucional – PEC 139/2015), o adiamento do reajuste de servidores públicos, o restabelecimento da cobrança da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF (PEC 139/2015) e a prorrogação da Desvinculação de Receitas da União (PEC 87/2015).

O cálculo das aposentadorias amparadas pelo Regime Geral da Previdência Social foi alterado, em novembro, pela Lei n.º 13.183. Esta Lei também estabelece que os servidores que ingressarem no serviço público sejam automaticamente inscritos no respectivo plano de previdência complementar.

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até outubro

R\$ bilhões



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-outubro

Discriminação	2014		2015	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	524 561	11,5	532 843	11,1
Pessoal e encargos sociais	175 325	3,8	186 819	3,9
Custeio e capital	347 066	7,6	344 067	7,2
FAT	47 430	1,0	40 190	0,8
Subsídio e subvenções	7 707	0,2	22 521	0,5
Loas/RMV	32 013	0,7	35 363	0,7
Investimento	68 807	1,5	45 851	1,0
Outras	191 109	4,2	200 142	4,2
Transferências ao Bacen	2 170	0,0	1 957	0,0

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social

Janeiro-outubro

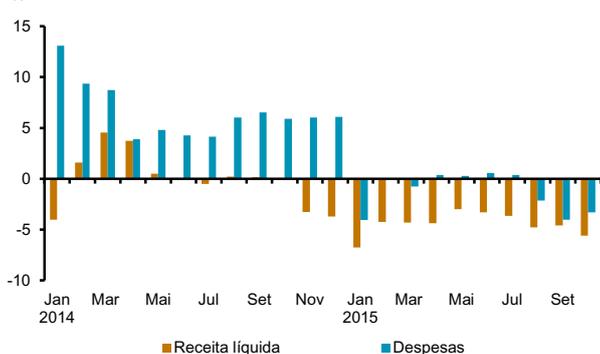
Discriminação	R\$ bilhões		
	2014	2015	Var. %
Arrecadação líquida	265,0	275,6	4,0
Benefícios previdenciários	315,5	349,7	10,8
Resultado primário	-50,6	-74,1	46,5
Arrecadação líquida/PIB	5,8%	5,7%	
Benefícios/PIB	6,9%	7,3%	
Resultado primário/PIB	-1,1%	-1,5%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

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

Acumulado no ano

%



Fonte: MF/STN

O Congresso Nacional concluiu, em 17 de dezembro, o processo de votação da Lei de Diretrizes Orçamentárias e da Lei Orçamentária Anual para o exercício de 2016. A meta de superávit primário consolidado foi fixada em R\$30,6 bilhões, dos quais R\$24 bilhões serão de responsabilidade do Governo Central e R\$6,6 bilhões de responsabilidade dos governos regionais. A Lei não prevê cláusula de abatimento da meta, mesmo em caso de frustração de receitas.

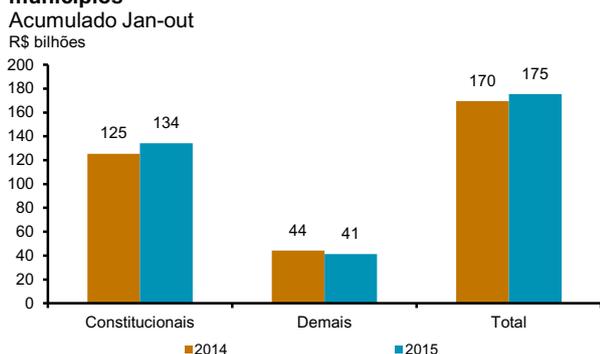
Necessidades de financiamento do setor público

O *deficit* primário do setor público totalizou R\$20 bilhões nos dez primeiros meses de 2015, aumentando 72,6% em relação a igual intervalo de 2014. O Governo Central e as empresas estatais registraram *deficits* de R\$40,5 bilhões e R\$3,1 bilhões, respectivamente, e os governos regionais, *superavit* de R\$17,1 bilhões. O setor público apresentou *deficit* primário de R\$40,9 bilhões (0,71% do PIB) no intervalo de doze meses encerrado em outubro.

A receita bruta do Governo Federal atingiu R\$772,5 bilhões nos dez primeiros meses de 2015, aumentando 3,0% em relação a igual intervalo de 2014. Destacaram-se os crescimentos da arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte sobre rendimentos de capital (27,8%), em função da maior arrecadação sobre fundos de renda fixa e operações de *swap*, e do Imposto sobre Operações Financeiras – IOF (18,4%), explicado principalmente pelo aumento da alíquota incidente sobre crédito a pessoas físicas. Em sentido contrário, recuaram as receitas de dividendos (66,0%) e da cota parte de compensações financeiras (29,7%), essa influenciada pela redução no preço internacional do petróleo.

As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$532,8 bilhões. O aumento de 1,6% em relação ao total acumulado nos dez primeiros meses de 2014 refletiu o impacto da elevação de 6,6% nos gastos com pessoal e encargos, mitigado pela retração de 0,9% nas despesas com custeio e capital. Nesse grupo, destacaram-se o aumento de R\$14,8 bilhões nos pagamentos de subsídios e subvenções, em especial nos gastos relativos ao Programa de Sustentação do Investimento (R\$7,3 bilhões) e as reduções de R\$18,7 bilhões nas despesas do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e de R\$7,7 bilhões nas relativas a auxílio à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE).

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios



Fonte: MF/STN

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

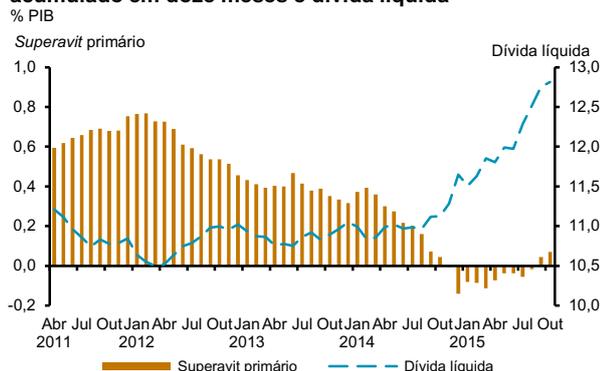
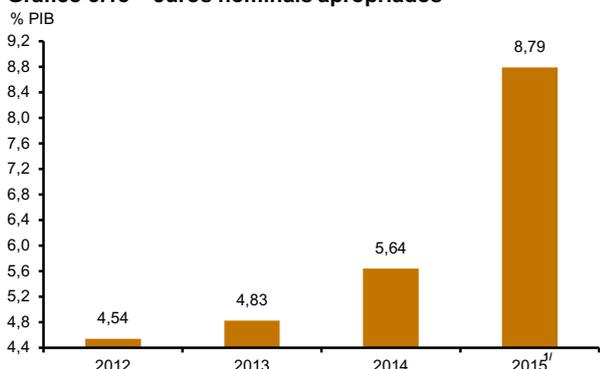


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados



1/ Acumulado em doze meses até outubro.

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2013		2014		Out 2015 ^{1/}	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	157,5	3,1	343,9	6,2	547,9	9,5
Primário	-91,3	-1,8	32,5	0,6	40,9	0,7
Juros	248,9	4,8	311,4	5,6	506,9	8,8
Fontes	157,5	3,1	343,9	6,2	547,9	9,5
Financiamento interno	179,1	3,5	334,9	6,1	563,0	9,8
Dívida mobiliária	113,8	2,2	434,3	7,9	523,3	9,1
Dívida bancária	45,7	0,9	-118,7	-2,2	23,5	0,4
Outros	19,6	0,4	19,3	0,3	16,3	0,3
Financiamento externo	-21,6	-0,4	9,0	0,2	-15,2	-0,3

1/ Acumulado em 12 meses.

A Previdência Social registrou *deficit* de R\$74,1 bilhões nos dez primeiros meses de 2015. O aumento de 46,5% em relação a igual período de 2014 repercutiu as elevações de 4,0% na arrecadação líquida, influenciada pelo crescimento da massa salarial, e de 10,8% nos gastos com benefícios previdenciários, decorrente de acréscimos de 8,8% no salário mínimo e de 2,8% no número de benefícios concedidos.

As receitas e despesas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) registraram aumentos respectivos de 2,7% e 5,1% nos dez primeiros meses do ano, em relação ao mesmo período de 2014. Em termos reais, considerado o IPCA como deflator, as receitas e despesas totais do Governo Central recuaram 5,4% e 3,3%, respectivamente, no período.

O impacto da redução no ritmo de atividade sobre a arrecadação segue contribuindo para que as receitas públicas cresçam em ritmo menor que as despesas, apesar das elevações nas alíquotas de alguns tributos, como Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE) e Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), e da reversão de desonerações. Vale enfatizar, ainda, os efeitos defasados de algumas medidas adotadas para contenção dos gastos, a exemplo das alterações nas regras para concessão de benefícios trabalhistas e previdenciários.

As transferências para os governos regionais somaram R\$175,4 bilhões nos dez primeiros meses de 2015. A elevação de 3,4% em relação ao mesmo período de 2014 repercutiu, principalmente, o crescimento das transferências constitucionais e das relativas à Cide-Combustíveis.

O *superavit* primário dos estados e municípios totalizou R\$17,1 bilhões, ante R\$5,3 bilhões nos dez primeiros meses 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\$296 bilhões e R\$31,7 bilhões, respectivamente, nos nove primeiros meses de 2015, aumentando, na ordem, 4,5% e 8,8% em relação a igual período de 2014.

As empresas estatais registraram *deficit* primário de R\$3,1 bilhões nos dez primeiros meses do ano, ante R\$2,3 bilhões em igual período de 2014, evolução influenciada, em especial, pelo desempenho na esfera estadual.

Os juros nominais, apropriados por competência totalizaram R\$426,2 bilhões nos dez primeiros de 2015, ante R\$230,7 bilhões em igual período de 2014. O aumento repercutiu,

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

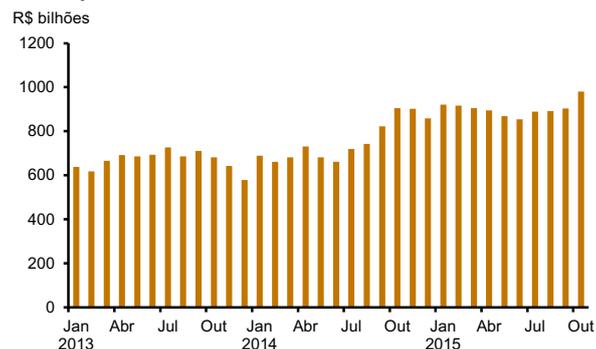


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

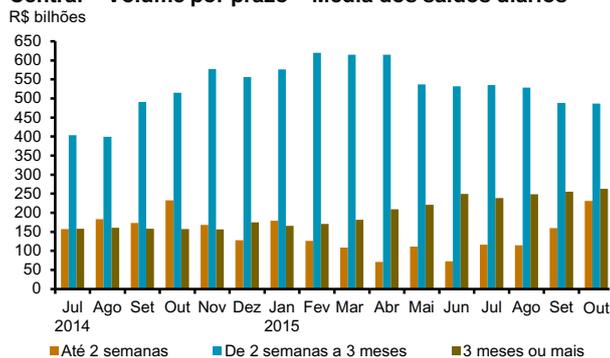
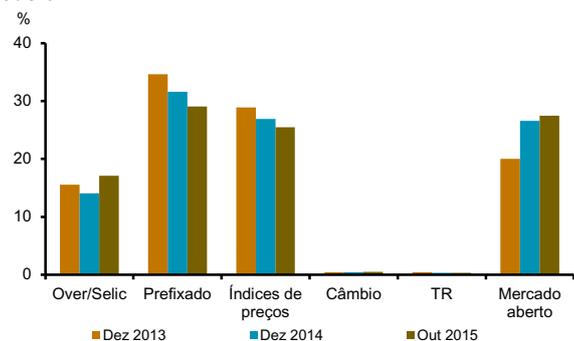
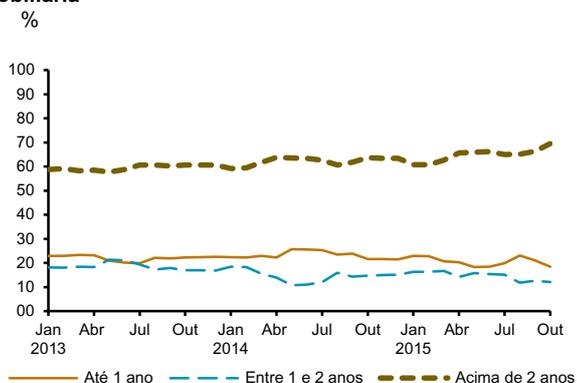


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária



em especial, os impactos da elevação da taxa Selic e da variação do IPCA, indexadores de parcela significativa do endividamento líquido, e o resultado desfavorável de R\$93,8 bilhões nas operações de *swap* cambial, que haviam gerado ganho de R\$8,4 bilhões no mesmo período de 2014.

O *deficit* do setor público – soma do resultado primário e dos juros nominais apropriados – totalizou R\$446,2 bilhões nos dez primeiros meses (R\$242,2 bilhões em igual intervalo de 2014). Seu financiamento ocorreu mediante expansões da dívida mobiliária interna e da dívida bancária líquida, neutralizadas, em parte, pelas reduções 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 determinaram resgates líquidos, com impacto monetário expansionista, de R\$54,1 bilhões no trimestre encerrado em outubro, resultado de colocações de R\$171,1 bilhões e resgates de R\$225,2 bilhões. No mercado secundário, as operações de compras somaram R\$2,8 bilhões, sendo 15,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série B e 84,5% com Notas do Tesouro Nacional – Série F, e as de trocas totalizaram R\$1 bilhão, todas realizadas com Notas do Tesouro Nacional – Série B.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$980,9 bilhões em outubro, aumentando 10,3% em relação à média de julho. Esse desempenho refletiu elevações nas operações de curtíssimo prazo, de R\$115,8 bilhões para R\$231,1 bilhões, e de prazos de três a sete meses, de R\$238,7 bilhões para R\$263,2 bilhões; e redução, de R\$535,2 bilhões para R\$486,6 bilhões, nas de prazos de duas semanas a três meses.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.504,1 bilhões em outubro (43,4% do PIB), permanecendo estável em relação a julho e crescendo 5,9% em doze meses. A evolução trimestral repercutiu resgates líquidos realizados no mercado primário (R\$48,7 bilhões), incorporação de juros nominais (R\$75,3 bilhões)

e elevação decorrente da depreciação cambial de 13,7% no período (R\$2,2 bilhões).

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa Selic e das operações do mercado aberto registraram acréscimos respectivos de 1,4 p.p. e 1,2 p.p. em outubro, em relação a julho, e as dos títulos prefixados e indexados a índices de preços, recuos de 2,6 p.p. e 0,1 p.p.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em outubro: 0,01% do total em 2015; 18,49% em 2016; e 81,50% a partir de janeiro de 2017. Os títulos vencidos em doze meses representaram 18,5% do total da dívida mobiliária em mercado (19,8% em julho) e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 55,7 meses (53,9 meses em julho).

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$402,3 bilhões em outubro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R\$36,8 bilhões, no conceito caixa.

Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

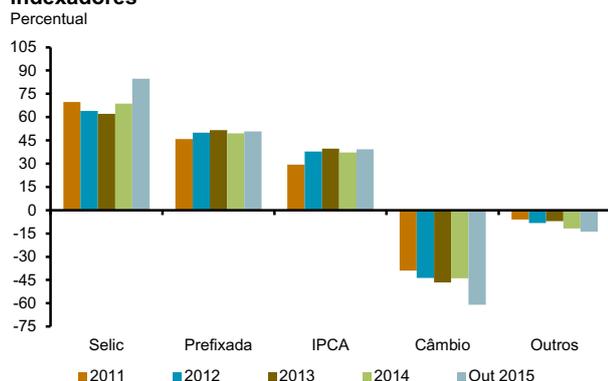
Fatores condicionantes

Discriminação	2013		2014		Out 2015	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 626 335	31,5	1 883 147	34,1	1 972 514	34,6
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	76 252	-1,4	256 812	2,6	89 367	0,1
Fatores	76 252	1,5	256 812	4,7	89 367	1,5
NFSP	157 550	3,1	343 916	6,2	446 156	7,7
Primário	-91 306	-1,8	32 536	0,6	19 953	0,3
Juros	248 856	4,8	311 380	5,6	426 203	7,4
Ajuste cambial	-95 923	-1,9	-96 075	-1,7	-371 744	-6,4
Dívida interna ^{1/}	-4 643	-0,1	-2 835	-0,1	-16 004	-0,3
Dívida externa	-91 280	-1,8	-93 239	-1,7	-355 740	-6,2
Outros ^{2/}	17 600	0,3	12 481	0,2	12 847	0,2
Reconhecimento						
de dívidas	-2 427	0,0	-3 511	-0,1	2 107	0,0
Privatizações	-547	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-2,8		-2,1		-1,5

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



Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.972,5 bilhões em outubro (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 (7,4 p.p.), do *deficit* primário (0,3 p.p.), da depreciação cambial de 45,3% acumulada no ano (-6,4 p.p.), do ajuste de paridade da dívida externa líquida (0,2 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-1,5 p.p.).

As maiores alterações observadas na composição da DLSP nos dez primeiros meses de 2015 ocorreram na parcela vinculada à taxa Selic (16 p.p.) e na parcela credora vinculada ao câmbio (-17 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 30,6% em outubro (19,3% em dezembro de 2014).

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$3.813,9 bilhões (66,1% do PIB) em outubro de 2015. O aumento de 7,2 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014 repercutiu os impactos de emissões líquidas de dívida (1,9 p.p.), da incorporação de juros nominais (6,3 p.p.), da depreciação

cambial acumulada no ano (1,5 p.p.), do crescimento do PIB nominal (-2,5 p.p.) e do ajuste de paridade da cesta de moedas da dívida externa bruta (-0,1 p.p.).

3.4 – Conclusão

As operações de crédito mantiveram tendência de desaceleração no trimestre encerrado em outubro. Esse comportamento repercutiu elevações das taxas de juros e o cenário de retração da atividade econômica e deterioração tanto dos indicadores de confiança quanto de emprego e renda. A perda de dinamismo no mercado de crédito foi mitigada parcialmente pelo desempenho das carteiras com recursos direcionados, em particular nas modalidades financiamentos imobiliários e rurais.

O *deficit* primário projetado para o setor público em 2015 repercute, em especial, os impactos da desaceleração da atividade econômica sobre o nível das receitas públicas. Esse cenário – agravado pelo aumento recorrente de eventos não econômicos e pelas perspectivas de pagamentos de despesas acumuladas de exercícios anteriores, sobretudo as vinculadas a programas de equalização de taxas e subsídios -, tende a ser atenuado, no médio prazo, pelos impactos das medidas de ajuste fiscal adotadas recentemente.

O processo de recuperação da economia global manteve-se heterogêneo no terceiro trimestre do ano. A atividade econômica seguiu em expansão, embora com menor dinamismo, nos EUA, Reino Unido e na Área do Euro, contrastando com a volatilidade observada no Japão. O ritmo de expansão econômica da China mostrou acomodação, mas em patamar significativamente superior à média da economia mundial, e o crescimento da maior parte das demais economias emergentes manteve-se em patamar inferior ao esperado.

O recente arrefecimento da percepção de risco nos mercados financeiros internacionais e dados surpreendentemente positivos do mercado de trabalho nos EUA ampliaram as expectativas de que o início do processo de normalização da política monetária (*liftoff*) naquele país ocorresse ainda em 2016, hipótese ratificada em reunião realizada pelo *Federal Reserve* (Fed) em 16 de dezembro. Nesse contexto, aumenta a divergência da postura da política monetária entre as grandes economias globais, tendo em vista as perspectivas de aumento do caráter acomodatório da política monetária na Área do Euro, Japão e China.

4.1 Atividade econômica

A taxa de crescimento trimestral anualizada do PIB dos EUA atingiu 2,1% no terceiro trimestre de 2015 (3,9% no segundo), com destaque para as contribuições do consumo das famílias (2,1 p.p.) e da formação bruta de capital fixo (0,5 p.p.), que aumentaram 3,0% e 3,4%, respectivamente, no período. O impacto do setor externo totalizou -0,2 p.p., reflexo de aumentos de 0,9% das exportações e de 2,1% das importações.

A produção industrial recuou 0,4% em outubro, em relação ao mês anterior, período em que as encomendas de bens de capital elevaram-se 11,7%. Considerados intervalos de doze meses, o indicador aumentou 0,3% em relação a outubro de 2014, com destaque para a expansão de 1,9% do

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

Discriminação	Variação % anualizada							
	2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	
PIB								
Estados Unidos	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,9	2,1	
Área do Euro	0,9	0,2	1,2	1,5	2,2	1,6	1,2	
Reino Unido	2,5	3,8	2,6	3,0	1,5	2,6	1,9	
Japão	5,0	-7,2	-2,8	1,8	4,4	-0,5	1,0	
China	6,6	7,4	7,8	7,0	5,3	7,4	7,4	
Consumo das famílias								
Estados Unidos	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,6	3,0	
Área do Euro	0,1	0,7	1,7	2,1	1,8	1,3	1,7	
Reino Unido	2,5	2,9	2,8	2,3	3,1	3,7	3,0	
Japão	9,6	-17,8	0,0	1,4	1,2	-2,2	1,5	
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	8,3	4,4	9,0	0,7	1,6	4,1	2,4	
Área do Euro ^{2/}	1,7	-2,1	1,6	2,4	6,2	0,3	-0,0	
Reino Unido ^{2/}	9,0	5,6	5,6	-2,1	6,3	4,2	5,4	
Japão	19,0	-15,4	-1,7	0,9	11,4	-4,9	2,3	
Investimento residencial								
Estados Unidos	-2,8	10,4	3,4	10,0	10,1	9,3	7,3	
Área do Euro ^{3/}	3,8	-9,1	nd	nd	nd	nd	nd	
Reino Unido	45,4	-2,7	0,0	-2,9	2,6	-13,2	14,0	
Japão	8,8	-35,9	-24,8	-2,7	8,1	10,4	8,1	
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	-6,7	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,1	0,9	
Área do Euro	3,1	4,1	6,6	4,8	5,4	6,5	0,8	
Reino Unido	6,7	10,0	-6,0	16,2	-4,7	7,8	3,6	
Japão	25,5	1,5	6,5	12,0	8,0	-16,1	11,1	
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	2,8	9,6	-0,8	10,3	7,1	3,0	2,1	
Área do Euro	4,8	4,5	6,0	4,8	7,7	3,5	3,7	
Reino Unido	3,5	-6,9	3,1	11,5	2,5	-10,4	23,8	
Japão	26,3	-16,2	4,4	3,2	7,1	-10,2	7,1	
Gastos do Governo								
Estados Unidos	0,0	1,2	1,8	-1,4	-0,1	2,6	1,7	
Área do Euro ^{4/}	0,9	0,9	1,3	0,9	2,1	1,1	2,4	
Reino Unido ^{4/}	0,1	5,7	1,8	-1,4	4,4	1,6	5,3	
Japão	-1,8	-2,7	2,5	0,4	-0,7	3,5	-0,3	

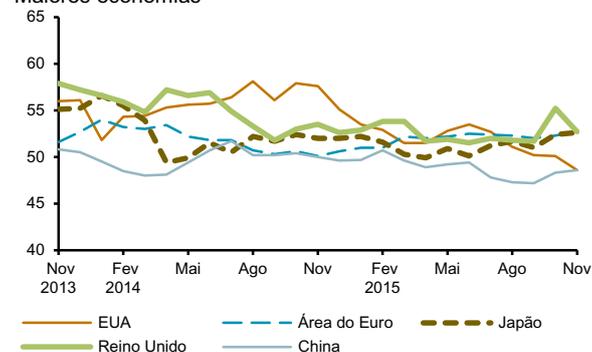
Fontes: Thomson, Bloomberg, BEA, Cabinet Office, ONS e Eurostat

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

setor manufatureiro, favorecida pelo crescimento de 10,9% da indústria de veículos. O PMI do setor manufatureiro atingiu 48,6 pontos em novembro (50,1 pontos em outubro), situando-se em patamar indicativo de contração da atividade após 35 meses.

A economia dos EUA gerou 654 mil de postos de trabalho no trimestre encerrado em novembro (894 mil no finalizado em novembro de 2014), mês em que a taxa de desemprego manteve-se em 5,0%, menor patamar desde fevereiro de 2008. O índice de confiança do consumidor, medido pelo *Conference Board*, recuou pelo segundo mês consecutivo, para 90,4 pontos, menor patamar do ano.

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real atingiram 3,0% e 3,9%, respectivamente, no trimestre encerrado em setembro, período em que a taxa de poupança das famílias aumentou para 5,2%.

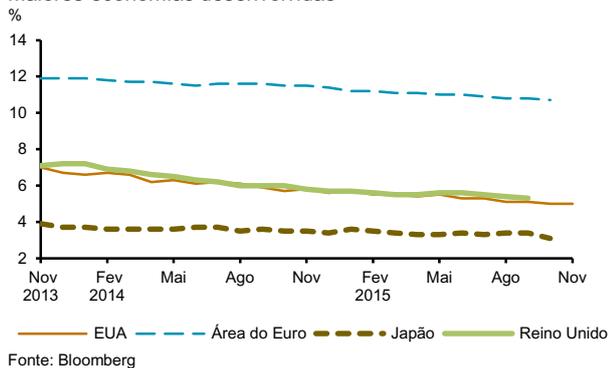
Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 1,2% no terceiro trimestre de 2015 (1,6% no segundo), destacando-se as expansões registradas na Espanha (3,2%), França (1,4%), Alemanha (1,3%) e Itália (0,8%). Repercutindo a recuperação da economia do bloco, a taxa de desemprego atingiu 10,7% em outubro, menor patamar desde janeiro de 2012, e o PMI composto de novembro situou-se em 54,2 pontos.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 1,9% no terceiro trimestre de 2015 (2,6% no segundo), destacando-se, no âmbito da oferta, as expansões de 0,8% da indústria e de 3,0% do setor de serviços. A taxa de desemprego situou-se em 5,3% no trimestre encerrado em setembro (6,0% no terminado em setembro de 2014) e o PMI da manufatura recuou para 52,7 pontos, em novembro.

No Japão, o PIB trimestral anualizado cresceu 1,0% no terceiro trimestre de 2015 (variação de -0,5% no segundo). Destacaram-se, no âmbito da demanda interna, as contribuições positivas da formação bruta de capital fixo (1,0 p.p.) e do consumo das famílias (0,9 p.p.). O impacto do setor externo totalizou 0,5 p.p., ressaltando-se que as importações e as exportações registraram taxas de expansão anualizadas de 7,0% e 11,1%, respectivamente. Em outubro, na margem, a produção industrial e as vendas no varejo aumentaram, na ordem, 1,4% e 1,2%, evolução consistente com a elevação de 1,1 ponto, para 52,3 pontos, registrada pelo PMI composto.

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

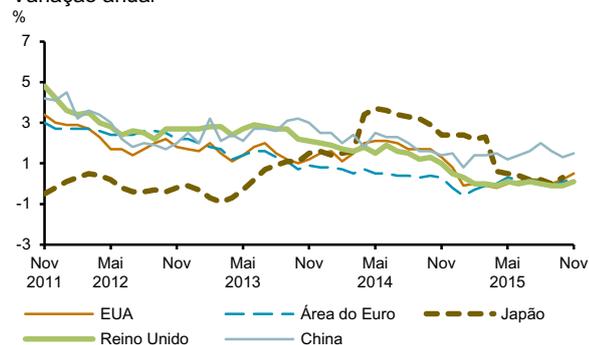
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

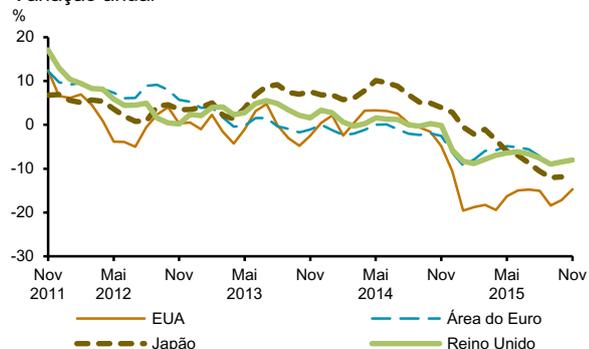
Varição anual



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Preços de energia

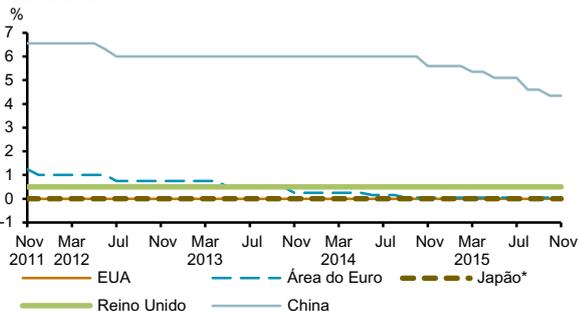
Varição anual



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 7,4% no terceiro trimestre de 2015, mesma variação observada no segundo trimestre. Considerando variações interanuais, o PIB cresceu 6,9% e 7,0%, respectivamente, nos mesmos períodos. Em novembro, evidenciando a continuidade do processo de acomodação da economia local, as taxas de crescimento interanual dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial situaram-se, na ordem, em 10,2%, 11,2% e 6,2% (15,8%, 19,5% e 7,2%, respectivamente, em novembro de 2014) e o *superavit* da balança comercial somou US\$54,1 bilhões, em cenário de redução de 8,7% das importações. Em novembro, o PMI *Caixin* do setor industrial atingiu 48,6 pontos, situando-se pelo nono mês consecutivo em patamar inferior a 50 pontos.

4.2 Política monetária e inflação

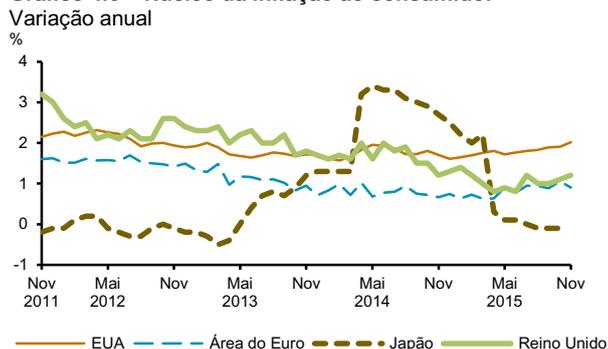
A inflação anual ao consumidor nos EUA, medida pelo IPC, atingiu 0,5% em novembro (0,2% em outubro). Os preços da energia variaram -14,7% e os dos alimentos, 1,3%, contribuindo para que a variação anualizada do núcleo do IPC, que exclui energia e alimentos, totalizasse 2,0% no período.

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do Fed manteve, na reunião de outubro, o intervalo da meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% a.a. e 0,25% a.a. Na reunião de dezembro, o Comitê decidiu, por unanimidade, elevar o intervalo da meta para a taxa do *Fed funds* para entre 0,25% a.a. e 0,50% a.a. Segundo o Comitê, as próximas decisões de política monetária seguirão dependendo do progresso, tanto realizado quanto esperado, em direção aos objetivos de máximo emprego e inflação de 2,0% a.a., e deverão incorporar apenas aumentos graduais na taxa de juros.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,2% em outubro (0,1% em setembro). Os preços da energia variaram -7,3% e os dos alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, 1,5%. A variação anual do núcleo do IPCH – que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo – situou-se em 0,9% no período.

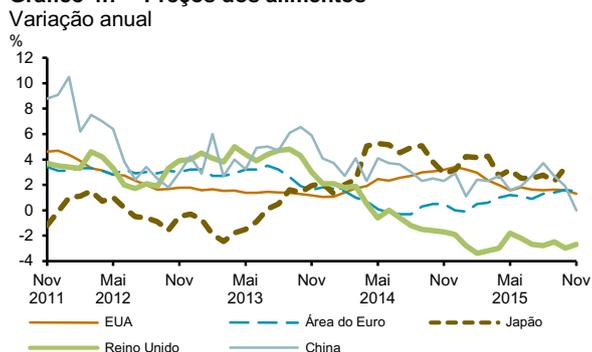
O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*) e de empréstimo (*marginal lending facility*) nas mínimas históricas respectivas de 0,05% a.a. e 0,30% a.a., e reduziu,

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.

de -0,20% para -0,30% a.a., a taxa de depósito (*deposit facility*). No que se refere às medidas de política monetária não convencionais, o Conselho reafirmou que as compras mensais de ativos de €60 bilhões devem prosseguir até o final de março de 2017 ou, se necessário, até que a trajetória da inflação se mostre consistente com meta de inflação abaixo, porém próxima, de 2,0% a.a. no médio prazo.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 0,1% em novembro (-0,1% em outubro). Os preços da energia recuaram 8,0% e os dos alimentos, 2,7%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,2% em novembro.

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, na reunião de dezembro, 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.

No Japão, a variação anual do IPC atingiu 0,3% em outubro (variação nula em setembro), com os preços dos alimentos variando 3,4% e os de energia -11,8%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui alimentos *in natura*, atingiu -0,1% em outubro, mesmo patamar de agosto e setembro.

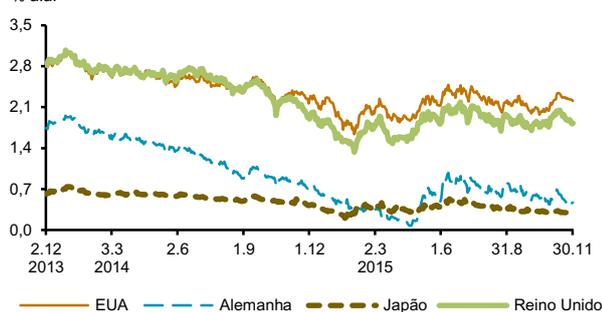
Na reunião de novembro, o Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) manteve, no âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, as diretrizes para as operações do mercado monetário que preveem expansão anual, tanto da base monetária quanto do saldo dos títulos do governo japonês (JGB) em carteira, em aproximadamente ¥80 trilhões; e 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*) com o objetivo de aumentar seus saldos em cerca de ¥3 trilhões e ¥90 bilhões, respectivamente, por ano. Os saldos de *commercial papers* e títulos corporativos serão mantidos, na ordem, em torno de ¥2,2 trilhões e ¥3,2 trilhões.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,5% em novembro (1,3% em outubro). Os preços dos alimentos variaram 2,3% e os da energia, -1,9%. Em outubro, o Banco do Povo da China (BPC) anunciou novos cortes na taxa de juro de referência de empréstimo de um ano e na taxa de depósito a prazo de um ano, ambas, em 0,25 p.p., para 4,35% e 1,5%, respectivamente. Adicionalmente, as taxas de

recolhimento compulsório sobre os depósitos de pequenas e de grandes instituições financeiras foram reduzidas em 0,5 p.p., para 15,5% e 17,5%, respectivamente¹. Ainda em outubro, o BPC estendeu a eliminação do teto às taxas de juros de depósito, anteriormente válidas apenas para depósitos de longo prazo, para todos os depósitos junto a bancos comerciais e cooperativas rurais.

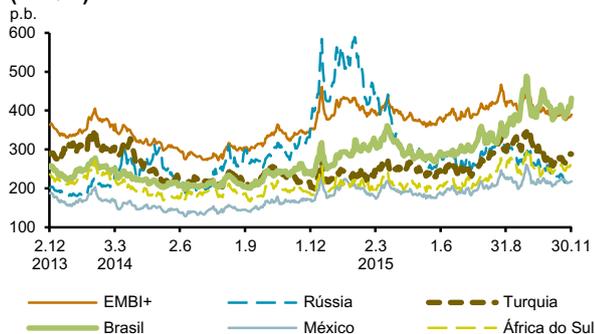
4.3 Mercados financeiros internacionais

Gráfico 4.8 – Retorno anual sobre títulos governamentais – 10 anos
% a.a.



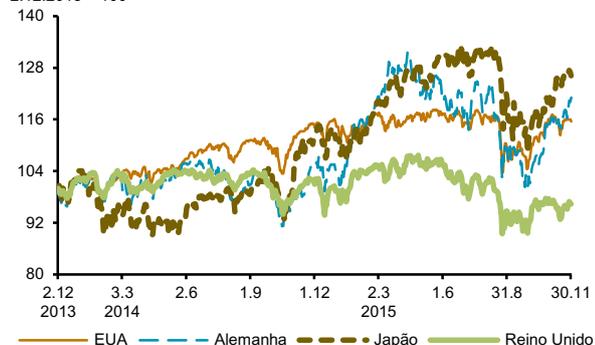
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Thomson Reuters

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão
2.12.2013 = 100



Fonte: Bloomberg

A ratificação de políticas expansionistas na China e as expectativas de sua ampliação na Área do Euro e no Japão favoreceram a redução da percepção de risco nos mercados financeiros internacionais observada no trimestre encerrado em novembro. Ressalte-se que, a partir de meados de outubro, a maior consistência dos fundamentos da economia dos EUA resultou em sinalizações do Fed quanto ao início iminente do *liftoff*, implicando nova valorização do dólar e ampliação do *spread* entre os rendimentos dos papéis de longo prazo dos EUA e das economias europeias.

Os retornos anuais dos títulos de dez anos emitidos por economias maduras apresentaram comportamento volátil e heterogêneo no trimestre encerrado em novembro. Nesse contexto, após recuar para 1,97% em meados de outubro, o rendimento anual dos títulos soberanos de dez anos dos EUA, sob a perspectiva de iminente *liftoff* pelo Fed, atingiu 2,21% ao final do período, mantendo-se estável no trimestre. As sinalizações do BCE de provável aprofundamento da política de afrouxamento monetário favoreceram os recuos anuais de papéis similares do Reino Unido (14 p.b.), Alemanha (33 p.b.), Espanha (59 p.b.) e Itália (60 p.b.), que atingiram 1,83%, 0,47%, 1,52% e 1,17%, respectivamente, ao final de novembro. Os rendimentos de títulos similares do Japão recuaram 7 p.b., para 0,31%, no período.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) recuou 21 p.b., para 390 p.b., no trimestre encerrado em novembro. Destacaram-se as reduções nos indicadores do México (6 p.b.), da Turquia (7 p.b.) e Rússia (67 p.b.) para, respectivamente, 218 p.b., 288 p.b. e 232 p.b. No mesmo período, os indicadores da África do Sul e da Indonésia aumentaram, na ordem, 3 p.b. e 2 p.b., para 257 p.b. e 287 p.b., respectivamente. O indicador do Brasil aumentou 92 p.b., para 432 p.b., no trimestre.

1/ Destaque-se que houve redução adicional de 0,5 p.p. da taxa de recolhimento compulsório no caso de instituições que cumpram requisitos específicos em matéria de crédito rural e de crédito a micro e pequenas empresas.

Gráfico 4.11 – VIX – Índice de volatilidade

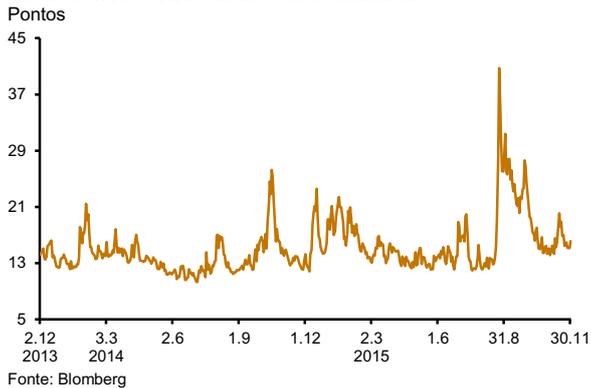


Gráfico 4.12 – Bolsas de valores: mercados emergentes
2.12.2013 = 100

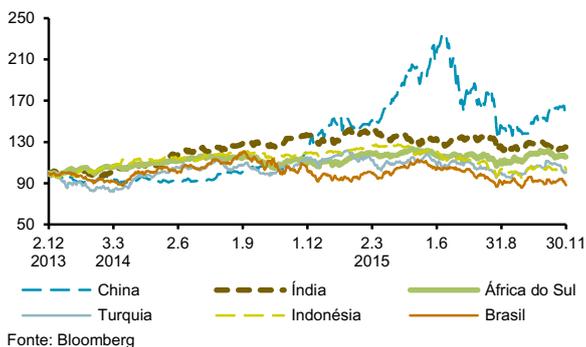


Gráfico 4.13 – Cotações do dólar
2.12.2013 = 100

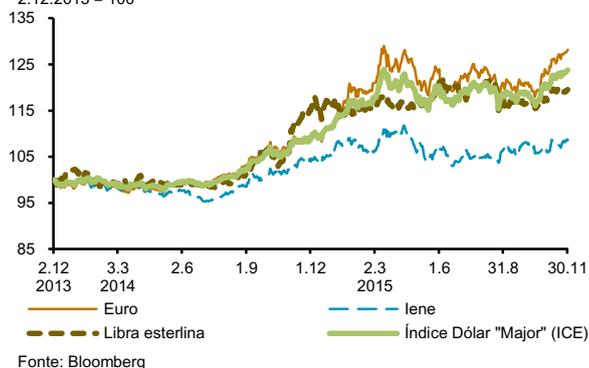
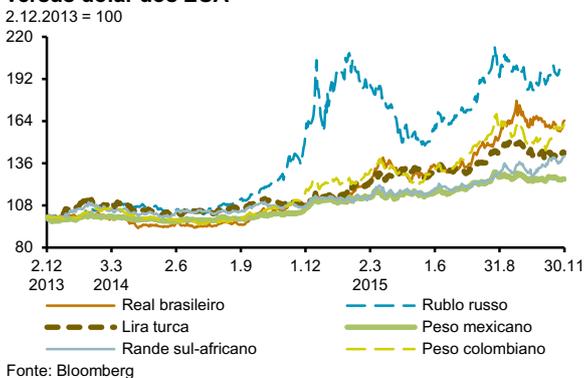


Gráfico 4.14 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA
2.12.2013 = 100



Influenciados pela ratificação das políticas expansionistas na Área do Euro, China e Japão, os indicadores das bolsas de valores das principais economias maduras registraram recuperação no trimestre encerrado em novembro. Nesse cenário, destacaram-se as elevações nos índices DAX, da Alemanha (10,9%); S&P500, dos EUA (5,5%); Nikkey, do Japão (4,5%); FTSE 100, do Reino Unido (1,7%); FTSE MIB, da Itália (3,5%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) recuou 43,3% no mesmo período, situando-se em 16,1 pontos ao final do período. O indicador registrou média de 19,2 pontos no trimestre, ante 16,0 pontos no trimestre finalizado em agosto.

Nesse cenário de menor aversão ao risco, os índices de bolsas de valores de importantes economias emergentes apresentaram recuperação no trimestre finalizado em novembro, com destaque para as variações no *Shanghai Composite*, da China (7,5%), e no *FTSE/JSE ALL*, da África do Sul (3,3%). O *IDX Composite*, da Indonésia, recuou 1,4% no trimestre.

No mesmo período, o dólar dos EUA apreciou em relação ao euro (6,1%), ao iene (1,6%), e à libra esterlina (1,9%), e o *Dollar Index Major*² variou 4,5%. Essa trajetória repercutiu tanto a perspectiva de ampliação da divergência entre as posturas de política monetária do Fed e do BCE/BoJ, quanto o maior dinamismo da economia dos EUA em relação às dos principais países da Área do Euro e emergentes. Nesse contexto, o dólar dos EUA também apreciou em relação ao rand sul-africano (8,8%), ao real brasileiro (6,8%) e ao rublo russo (3,4%).

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, variou 5,48% em novembro, em relação a agosto, resultado de aumentos respectivos de 6,49%, 0,08% e 5,18% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br recuou 1,96% no período³. Consideradas médias trimestrais em reais, o IC-Br aumentou 13,13% em relação ao trimestre encerrado em agosto.

2/ 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.

3/ O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a redução de 1,96% mencionada é impactada pelas taxas diárias de câmbio de agosto e de novembro de 2015.

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

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

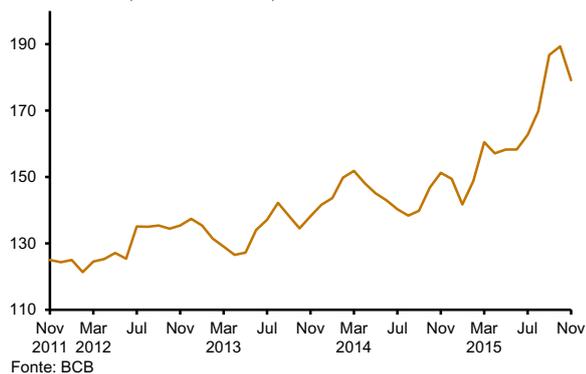
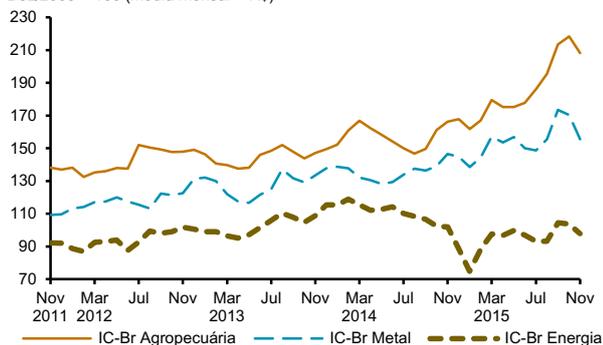


Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos

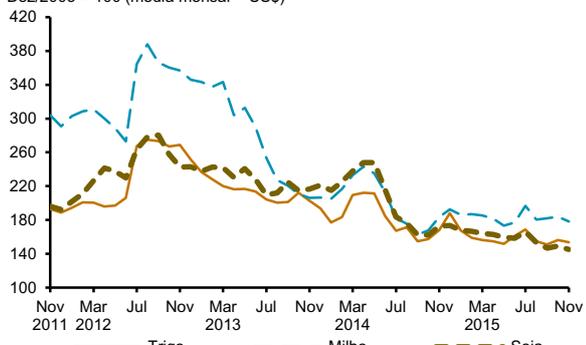
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – Commodities: trigo, milho e soja

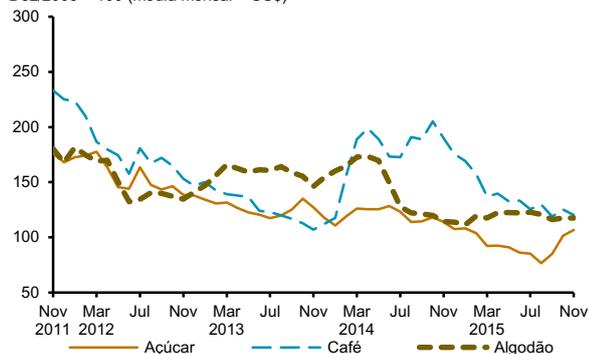
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.18 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

A média mensal do índice *S&P e Goldman Sachs Spot* decresceu 4,14% em novembro, em relação a agosto, resultado das variações respectivas de 1,25%, -7,03% e -4,32% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas.

O aumento registrado no segmento de *commodities* agropecuárias refletiu, em especial, a variação de 39,47% na cotação do açúcar, que repercutiu o impacto de condições meteorológicas adversas sobre as safras do Brasil, Índia e Tailândia, e a elevação do consumo de etanol hidratado no Brasil. As cotações médias do trigo, milho e soja recuaram 0,73%, 1,25% e 5,41%, respectivamente, no trimestre, evolução consistente com as safras favoráveis registradas nos EUA e com as perspectivas positivas para as safras na América Latina, em ambiente de amplos estoques. A cotação do algodão recuou 2,68% e a do café, 7,37%.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do alumínio, cobre, chumbo, níquel e zinco recuaram, na ordem, 6,08%, 6,39%, 5,10%, 10,82% e 11,80%, no trimestre encerrado em novembro. Esse desempenho seguiu refletindo a melhora das condições de oferta desses produtos e as incertezas quanto à evolução da demanda chinesa e quanto ao desempenho da atividade econômica mundial.

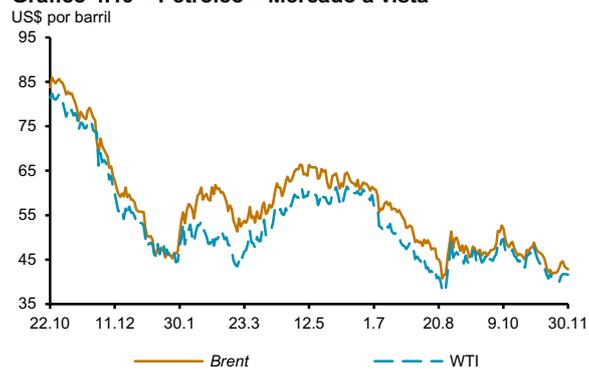
A cotação média do minério de ferro de teor 65% no mercado à vista chinês recuou 21,88%, para US\$50, no trimestre encerrado em novembro, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. Esse novo recuo de preço repercutiu o contínuo aumento da oferta de baixo custo (em especial, na Austrália e no Brasil) e o menor dinamismo do consumo mundial de aço, em especial, na China.

As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram, na ordem, US\$44,42 e US\$42,70 em novembro, recuando 5,47% e 0,37%, respectivamente, em relação a agosto. Essa trajetória refletiu o cenário de ampla oferta, com elevados estoques nos EUA, e de desaceleração econômica global, especialmente das economias emergentes.

4.5 Conclusão

Os renovados sinais de dinamismo na economia dos EUA, observados durante o terceiro trimestre de 2015, reforçaram a avaliação do caráter transitório do desempenho negativo daquela economia no início do ano. Paralelamente, o contínuo arrefecimento da atividade na China e incertezas

Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista



quanto ao vigor e sustentabilidade do crescimento na Europa sugerem o aumento do assincronismo entre a atuação dos bancos centrais dessas economias e a do Fed. A despeito dessa heterogeneidade, a atividade econômica global mostra perspectivas de moderação nos próximos meses.

Os resultados do setor externo seguem repercutindo os impactos do processo de ajuste macroeconômico em curso, com reflexos sobre as trajetórias da taxa de câmbio e a atividade econômica. Nesse sentido, o recuo relevante no *deficit* em transações correntes nos onze primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2014, evidenciou a reversão de resultados negativos na balança comercial, além de 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\$11,6 bilhões nos onze primeiros meses de 2015 (US\$4,8 bilhões em igual período de 2014). Houve *superavit* de US\$18,4 bilhões no segmento comercial, com recuos de 20,4% nas contratações de exportações e de 28,1% nas de importações; e *deficit* de US\$6,8 bilhões no segmento financeiro, reflexo de expansões de 1,1% nas compras e de 2,8% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio, por intermédio de linhas com compromisso de recompra, resultou em vendas líquidas de US\$1,5 bilhão nos onze primeiros meses de 2015, incluídas operações de retorno de moeda estrangeira concedidas em 2014. Ao final de novembro de 2015, o estoque de linhas com recompra atingiu US\$12 bilhões. 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\$18,3 bilhões, em novembro de 2015.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2014			2015	
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov
Comercial	-1,4	3,6	4,1	1,2	18,4
Exportação	14,7	204,7	222,3	11,8	162,9
Importação	16,0	201,0	218,1	10,6	144,6
Financeiro ^{1/}	-2,1	1,1	-13,4	2,7	-6,8
Compras	35,2	467,9	513,2	37,9	473,2
Vendas	37,3	466,7	526,6	35,2	480,0
Saldo	-3,5	4,8	-9,3	3,9	11,6

1/ Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Exportação	207 610	174 351	-16,0
Importação	211 952	160 918	-24,1
Saldo	-4 342	13 433	-409,4
Corrente de comércio	419 562	335 269	-20,1

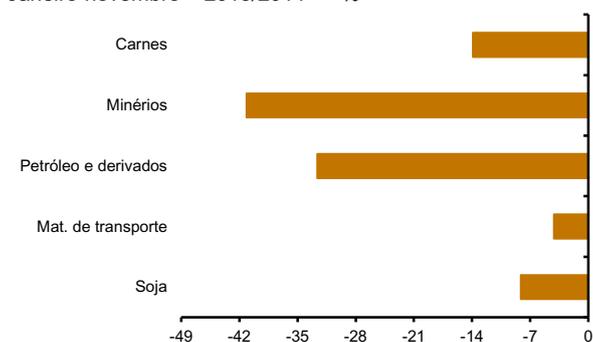
Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	898,7	764,7	-14,9
Básicos	441,2	354,0	-19,8
Industrializados	432,4	391,6	-9,4
Semimanufaturados	114,9	105,2	-8,4
Manufaturados	317,4	286,4	-9,8
Operações especiais	25,2	19,0	-24,4

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por grupo de produtosJaneiro-novembro – 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-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	917,5	705,8	-23,1
Bens de capital	191,2	154,0	-19,4
Matérias-primas	414,6	334,5	-19,3
Bens de consumo	155,7	127,7	-18,0
Duráveis	81,7	62,1	-24,0
Automóveis de passageiros	30,7	20,9	-31,9
Não duráveis	74,0	65,6	-11,3
Combustíveis e lubrificantes	156,1	89,6	-42,6
Petróleo	61,8	29,9	-51,7
Demais	94,3	59,7	-36,7

Fonte: MDIC/Secex

5.2 Comércio de bens

A balança comercial registrou *superavit* de US\$13,4 bilhões nos onze primeiros meses de 2015, ante *deficit* de US\$4,3 bilhões em igual período de 2014^{1/}. Essa reversão repercutiu retrações de 16,0% nas exportações e de 24,1% nas importações, que totalizaram, na ordem, US\$174,3 bilhões e US\$160,9 bilhões. A corrente de comércio recuou 20,1%, para US\$335,3 bilhões, no período.

As exportações médias diárias recuaram 14,9% na mesma base de comparação, destacando-se a redução de 19,8% nas de produtos básicos (minério de ferro, -45,6%; petróleo, -25,9%; e soja; -9,6%). Os embarques de manufaturados diminuíram 9,8% (óleos combustíveis, -62,1%; plataformas para extração de petróleo, -42,5%; motor para veículos e partes, -10,4%) e os de semimanufaturados, 8,4% (couros e peles, -22,1%; açúcar em bruto, -21,5%; ferro-ligas, -16,1%). As vendas nessas categorias de fator agregado corresponderam, na ordem, a 46,3%, 37,5% e 13,8% das exportações totais no período.

A média diária das importações recuou 23,1% nos onze primeiros meses de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. A evolução repercutiu retrações nas aquisições em todas as categorias: combustíveis e lubrificantes, 42,6%; bens de consumo duráveis, 24,0% (automóveis de passageiros, -31,9%; máquinas e aparelhos de uso doméstico, -24,3%); bens de capital, 19,4% (máquinas e aparelhos de escritório, -21,1%; maquinaria industrial, -19,6%); matérias-primas, 19,3% (partes e peças, -23,4%; produtos minerais, -22,9%); e bens de consumo não duráveis, 11,3% (produtos alimentícios, -15,1%; produtos farmacêuticos, -8,5%). As aquisições dessas categorias representaram, na ordem, 12,7%, 8,8%, 47,4%, 21,8% e 9,3% do total.

A média diária da corrente de comércio do país com os principais países e blocos econômicos diminuiu 19,0% nos onze primeiros meses de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Destacaram-se as reduções nas transações comerciais com a África, 35,3%; Europa Oriental, 32,1%; União Europeia, 19,8%; Mercosul, 19,6%; EUA, 16,9%; Oriente Médio, 17,0%; China, 13,3%.

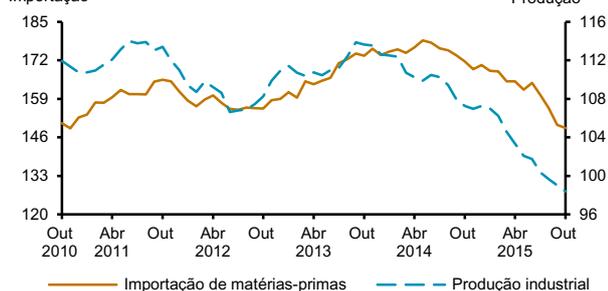
1/ Desde abril de 2015, o Banco Central passou a divulgar as estatísticas do setor do setor externo conforme a 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6). No balanço de pagamentos, a conta de bens tem como base os dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), acrescidos de fontes complementares. O objetivo é respeitar a definição do BPM6, pela qual ocorrem exportações e importações quando há mudança de propriedade de bens, entre residente e não residente. Todavia, este tópico do Relatório de inflação, compreende apenas as estatísticas de comércio exterior divulgada pelo MDIC. Maiores informações acerca das mudanças metodológicas introduzidas pelo BPM6 estão disponíveis no sítio do Banco Central em <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/nm2bpm6.pdf>

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

Índices dessazonalizados

2006 = 100

Importação



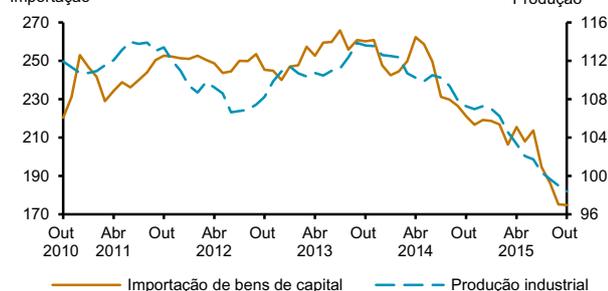
Fontes: Funcex e IBGE

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

Índices dessazonalizados

2006 = 100

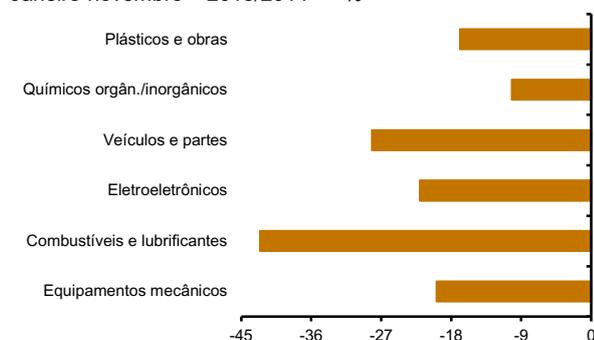
Importação



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importações por grupo de produtos

Janeiro-novembro – 2015/2014^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

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

A Ásia manteve-se como principal destino das exportações brasileiras (33,3% do total), seguindo-se América Latina e Caribe (20,6%), União Europeia (17,9%) e EUA (12,6%). Essas participações variaram 0,4 p.p., 0,3 p.p., -0,9 p.p. e 0,7 p.p., respectivamente, em relação ao mesmo intervalo de 2014. A China foi o principal país de destino das exportações brasileiras no período (19,2% do total, ante 18,6% nos onze primeiros meses de 2014).

As importações realizadas pelo Brasil nos onze primeiros meses de 2015 foram provenientes, em especial, da Ásia (32,9% do total), União Europeia (21,1%), América Latina (15,9%) e EUA (15,5%). Destacaram-se, em relação aos onze primeiros meses de 2014, o aumento de 1,8 p.p. na participação das aquisições de produtos da Ásia – mesma expansão nas originárias da China, que cresceram 11,0% no período – e a retração de 47,2% nas importações provenientes da África, determinada, em especial, pelo recuo de 53,5% nas compras de petróleo da Nigéria.

A redução de 16,0% registrada nas exportações, no período janeiro a novembro de 2015, repercutiu variações de -21,4% nos preços e de 7,2% no *quantum*, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Houve reduções nos preços em todas as categorias de fator agregado: básicos, 29,9%; semimanufaturados, 15,2%; e manufaturados, 10,9%. Os volumes exportados de produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados variaram 13,4%, 6,8% e 0,2%, respectivamente, no período.

Na mesma base de comparação, a redução de 24,1% nas importações decorreu de retrações de 11,7% nos preços e de 14,2% no *quantum*. Houve recuo nos preços em todas as categorias de uso: combustível e lubrificantes, 38,8%; bens de consumo não duráveis, 10,0%; matérias-primas, 5,1%; bens de consumo duráveis, 3,8%, e bens de capital, 3,2%. As categorias mencionadas registraram recuos de 10,0%, 2,8%, 14,8%, 25,1% e 19,0% nos respectivos volumes importados. Ressalte-se que as reduções no *quantum* importado de matérias-primas e de bens de capital mostram-se consistentes com a trajetória dos investimentos no país.

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes somou US\$56,4 bilhões nos onze primeiros meses de 2015 (US\$92,5 bilhões em igual período do ano anterior) e US\$68 bilhões no intervalo de doze meses encerrado em novembro (3,70 % do PIB).

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2014	2015	Var. %	2014	2015	Var. %	2014	2015
Total	899	765	-14,9	918	706	-23,1	-19	59
A.Latina e Caribe	183	158	-13,8	150	112	-25,3	33	45
Mercosul-5 ^{1/}	100	86	-14,3	73	54	-26,8	26	32
Argentina	57	52	-9,1	56	42	-24,4	1	10
Demais	42	33	-21,4	17	11	-34,6	25	22
Demais	83	72	-13,2	77	58	-23,9	6	14
EUA ^{2/}	107	97	-9,6	141	109	-22,5	-34	-13
UE	169	137	-19,0	188	149	-20,5	-19	-13
Europa Oriental	18	12	-37,6	16	12	-25,9	2	-1
Oriente Médio	41	39	-4,0	32	22	-33,4	9	18
Ásia	296	255	-13,9	286	232	-18,7	10	22
China	167	147	-12,1	150	128	-14,6	17	19
Outros	129	108	-16,2	136	104	-23,2	-7	4
África	38	33	-14,3	67	35	-47,2	-29	-3
Demais	47	36	-24,2	37	33	-9,2	11	2

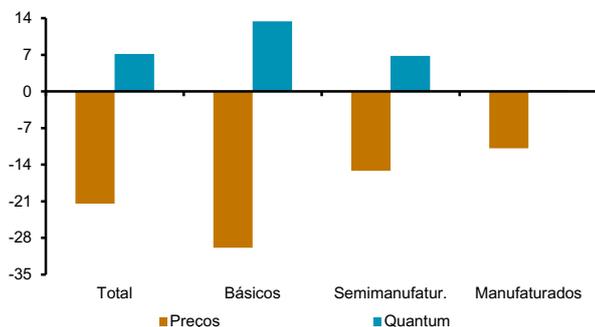
Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

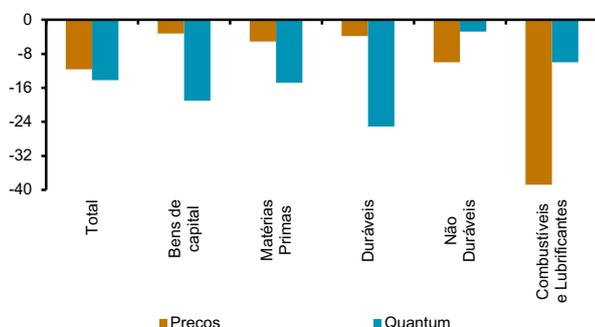
Janeiro-novembro – 2015/2014 – %



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-novembro – 2015/2014 – %



Fonte: Funcex

As despesas líquidas de serviços atingiram US\$34,5 bilhões. A retração de 20,3% em relação a igual intervalo de 2014 repercutiu, especialmente, os recuos em viagens internacionais (36,5%) e transportes (32,1%). Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram, na ordem, US\$16,1 bilhões e US\$5,3 bilhões, com reduções respectivas de 31,2% e 16,7% no período. Os gastos com aluguel de equipamentos recuaram 2,3%, para US\$19,4 bilhões.

As rendas primárias – que compreendem salários, juros, lucros e dividendos – somaram US\$35,9 bilhões, reduzindo-se 20,2% em relação aos onze primeiros meses de 2014. As remessas líquidas com juros mantiveram-se estáveis, enquanto os pagamentos de juros ao exterior e as receitas de juros recuaram, na ordem, 2,3% e 12,8%. As receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 14,9%. Considerados intervalos de doze meses, as receitas de juros associadas à remuneração das reservas internacionais atingiram US\$2,6 bilhões em novembro (US\$3 bilhões em novembro de 2014).

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$16,8 bilhões nos onze primeiros meses do ano. O recuo de 35,2% em relação a igual período de 2014 refletiu, em grande medida, a depreciação da taxa de câmbio e a retração da atividade doméstica. As empresas do setor de serviços e do setor industrial foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 50,0% e 42,8% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Diretos no País (IDP) no período, destacando-se os segmentos serviços financeiros, bebidas e comércio.

A renda secundária líquida totalizou US\$2,3 bilhões nos onze primeiros meses, decrescendo 1,6% em relação a igual intervalo de 2014. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, impulsionados pela depreciação do real, aumentaram 76,8% no período.

5.4 Conta financeira

As captações líquidas superaram as concessões líquidas em US\$54,3 bilhões nos onze primeiros meses de 2015 (US\$88,2 bilhões em igual período de 2014). As concessões líquidas de capital sob a forma de Investimentos Diretos no Exterior (IDE) atingiram US\$10,8 bilhões (US\$26,1 bilhões nos onze primeiros meses de 2014). As captações líquidas de IDP somaram US\$59,9 bilhões no período, dos

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2014			2015			2016
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-9,1	-92,5	-104,1	-2,9	-56,4	-62,0	-41,0
Balança comercial	-2,7	-6,6	-6,5	1,0	11,7	15,0	30,0
Exportações	15,6	206,7	224,1	13,7	173,3	190,0	190,0
Importações	18,3	213,3	230,6	12,7	161,6	175,0	160,0
Serviços	-3,7	-43,3	-48,1	-2,4	-34,5	-38,7	-33,4
Transportes	-0,7	-8,0	-8,7	-0,4	-5,5	-6,0	-5,0
Viagens internacionais	-1,2	-17,1	-18,7	-0,5	-10,9	-11,7	-9,0
Computação, inform. e telecomunicações	-0,1	-2,0	-2,2	-0,1	-1,7	-1,9	-1,5
Aluguel equipamentos	-1,6	-19,8	-22,6	-1,6	-19,4	-22,0	-21,0
Demais	0,0	3,7	4,2	0,1	2,9	2,9	3,1
Renda primária	-3,1	-45,0	-52,2	-1,7	-35,9	-40,9	-40,5
Juros	-1,0	-19,3	-21,3	-0,9	-19,4	-21,2	-20,9
Lucros e dividendos	-2,1	-26,0	-31,2	-0,9	-16,8	-20,0	-20,0
Salários e ordenados	0,0	0,3	0,4	0,0	0,3	0,4	0,4
Renda secundária	0,3	2,4	2,7	0,3	2,3	2,6	2,9

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2014			2015			2016
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	-8,7	-88,2	-100,5	-2,8	-54,3	-61,7	-40,6
Investimentos diretos	-4,1	-60,8	-70,9	-5,9	-49,0	-54,0	-53,0
No exterior	1,7	26,1	26,0	-1,0	10,8	12,0	7,0
No país	5,8	86,9	96,9	4,9	59,9	66,0	60,0
Participação	3,2	49,9	57,9	4,0	43,3	51,0	45,0
Op. intercompanhias	2,5	37,0	39,0	0,9	16,6	15,0	15,0
Investimentos em carteira	-0,7	-47,4	-38,7	-6,1	-24,2	-16,0	-11,2
Ativos	-0,5	3,4	2,8	0,2	-1,4	-	-
Passivos	0,2	50,8	41,5	6,2	22,9	16,0	11,2
Derivativos	0,9	0,7	1,6	-0,3	3,2	-	-
Outros investimentos	-5,2	-1,4	-3,3	11,5	14,1	6,7	9,3
Ativos	-0,5	48,2	50,6	9,9	39,9	40,4	31,9
Passivos	4,7	49,6	54,0	-1,6	25,8	33,7	22,7
Ativos de reserva	0,4	20,7	10,8	-1,9	1,6	1,6	14,3

1/ Projeção.

quais US\$43,3 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$16,6 bilhões a empréstimos intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$69,9 bilhões em novembro (3,81% do PIB).

Os investimentos ativos em carteira no exterior registraram retornos líquidos de US\$1,4 bilhão (aplicações líquidas de US\$3,4 bilhões nos onze primeiros meses de 2014). As captações líquidas de investimentos passivos em carteira somaram US\$22,9 bilhões (US\$50,8 bilhões nos onze primeiros meses de 2014), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos em ações e em cotas de fundos de investimento (US\$11,4 bilhões) e em títulos de renda fixa negociados no país (US\$17,5 bilhões), que haviam registrado ingressos líquidos de US\$12,1 bilhões e de US\$35,6 bilhões, respectivamente, nos onze primeiros meses de 2014.

A taxa de rolagem dos títulos de longo prazo negociados no exterior situou-se em 78% nos onze primeiros meses de 2015 (101% em igual intervalo de 2014). As amortizações líquidas de títulos de longo prazo, excetuados os papéis soberanos, somaram US\$2,9 bilhões, com desembolsos de US\$10,2 bilhões e amortizações de US\$13,1 bilhões. Os títulos de curto prazo registraram ingressos líquidos de US\$183 milhões e as amortizações líquidas de bônus da República, incluindo operações de recompra no mercado secundário, totalizaram US\$3,3 bilhões.

Os outros investimentos ativos somaram US\$39,9 bilhões, destacando-se as expansões de US\$10,2 bilhões em depósitos de propriedade de empresas não financeiras e de US\$3,9 bilhões em depósitos mantidos por bancos brasileiros no exterior. Os créditos comerciais totalizaram concessões líquidas de US\$24,9 bilhões (US\$33,8 bilhões de janeiro a novembro 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\$25,8 bilhões nos onze primeiros meses de 2015 (US\$49,6 bilhões em igual período de 2014). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$23,9 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo, US\$2,6 bilhões. Destaque para os ingressos líquidos relativos a empréstimos diretos (US\$4,6 bilhões), com taxa de rolagem de 112%. Os empréstimos de curto prazo apresentaram amortizações líquidas de US\$331 milhões (US\$21,5 bilhões de janeiro a novembro de 2014).

Tabela 5.8 – Capitais estrangeiros

Fluxos líquidos – Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2014			2015			2016
	Nov	Jan- Nov	Ano	Nov	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de LP	2,1	18,3	19,3	-1,5	-1,6	-1,0	-0,8
Bônus públicos	-0,1	2,5	2,5	0,0	-3,3	-3,3	-0,8
Títulos privados	0,7	0,1	-0,3	0,8	-2,9	-3,7	-
Emprést. diretos	1,5	15,7	17,1	-2,2	4,6	6,0	-
Emprést. de CP ^{2/}	1,4	21,5	24,4	-0,1	-0,3	-	-
Títulos de CP	0,1	0,5	0,5	-0,1	0,2	-	-
Títulos no país e ações	-0,5	47,7	38,8	5,6	28,9	23,0	12,0
Taxas de rolagem ^{3/}							
Total:	287%	156%	155%	72%	103%	104%	100%
Títulos	369%	101%	98%	153%	78%	75%	100%
Emprést. diretos	262%	187%	188%	38%	112%	115%	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					
	2014		2015		2016	
	Jan- Nov	Ano	Jan- Nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição das reservas no período anterior	358,8	358,8	363,6	363,6	357,7	
Intervenções do Bacen	16,8	6,5	-1,5	-1,0	11,5	
A termo	-	-	-	-	-	
Spot	-	-	-	-	-	
Linhas com recompra	16,8	6,5	-1,5	-1,0	11,5	
Empréstimos em m.e.	-	-	-	-	-	
Ingressos ^{2/}	0,4	0,4	0,2	0,2	-	
Amortizações	-	-	-	-	-	
Despesas de Juros	-	-	-	-	-	
Receitas de Juros	2,8	3,0	2,3	2,6	2,8	
Variações por preço	2,3	1,7	-0,3	-0,3	-	
Variações por paridades	-6,3	-7,8	-7,9	-7,9	-	
Demais ^{3/}	0,8	1,0	0,6	0,6	-	
Variação total	16,6	4,7	-6,5	-5,8	14,3	
Posição das reservas – Caixa	375,4	363,6	357,0	357,7	372,0	
Saldo de linhas com recompra	0,2	10,5	12,0	11,5	-	
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-	
Posição das reservas – Liquidez ^{4/}	375,6	374,1	369,0	369,2	372,0	

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.

Ao final de novembro, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$357 bilhões no conceito caixa e US\$369 bilhões no conceito liquidez, diminuições respectivas de US\$6,5 bilhões e US\$5,1 bilhões em relação a dezembro de 2014. No período, houve vendas líquidas de US\$1,5 bilhão de operações de linhas com recompra. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$2,3 bilhões; as variações por preços diminuíram o estoque das reservas em US\$263 milhões; e as mudanças de paridades determinaram impacto de -US\$7,9 bilhões.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$372 bilhões nos conceitos caixa e liquidez, ao final de 2016, com destaque para receitas de remuneração de reservas de US\$2,8 bilhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para novembro de 2015, o serviço da dívida externa aumentou 71,5% em relação à posição apurada de dezembro de 2014. As exportações de bens recuaram 14,9% e a razão entre esses indicadores atingiu 60,0% (29,8% em dezembro de 2014). A dívida externa bruta diminuiu 3,4% e o PIB em dólares recuou 24,0%, resultando em crescimento de 4,0 p.p., para 18,6%, na relação dívida externa bruta/PIB. A relação dívida externa líquida/PIB passou de -1,9% para -2,8%, no período.

A relação dívida externa bruta/exportações elevou-se de 1,6 para 1,8; a razão dívida externa 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 108,3%, no período.

5.6 Conclusão

Os resultados do balanço de pagamentos seguem confirmando a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, consistente com o cenário de depreciação da taxa de câmbio, retração da demanda interna e recuperação, ainda que moderada, das economias de importantes parceiros comerciais. A continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso deverá seguir favorecendo, em

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013	2014	2015		
	Dez	Dez	Jun	Set	Nov ^{2/}
Exportações de bens	241,5	224,1	207,9	194,9	190,7
Exportações de bens e serviços	279,7	264,1	245,2	229,8	225,2
Serviço da dívida	85,1	66,7	100,3	107,6	114,4
Dívida externa bruta	312,5	352,7	349,2	344,9	340,6
Dívida externa líquida	-90,5	-45,9	-44,4	-48,3	-51,0
Reservas internacionais (liquidez)	375,8	374,1	372,2	370,6	369,0
Reservas internacionais (caixa)	358,8	363,6	368,7	361,4	357,0
PIB	2 461	2 416	2 111	1 946	1 835
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	12,7	14,6	16,5	17,7	18,6
Dívida líquida/PIB (%)	-3,7	-1,9	-2,1	-2,5	-2,8
Dívida bruta/exportações	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5
Dívida líquida/exportação	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	35,2	29,8	48,3	55,2	60,0
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	30,4	25,3	40,9	46,8	50,8
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	120,2	106,1	106,6	107,4	108,3
Reservas (caixa) /dívida externa bruta (%)	114,8	103,1	105,6	104,8	104,8

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

2/ Dados estimados.

2016, 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 direto no país e de investimentos em carteira. Adicionalmente, ressaltam-se as rolagens de títulos e empréstimos em 103%, nos primeiros onze meses deste ano.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015 e 2016

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2014			2015			2016
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-9,1	-92,5	-104,1	-2,9	-56,4	-62,0	-41,0
Balança comercial	-2,7	-6,6	-6,5	1,0	11,7	15,0	30,0
Exportações	15,6	206,7	224,1	13,7	173,3	190,0	190,0
Importações	18,3	213,3	230,6	12,7	161,6	175,0	160,0
Serviços	-3,7	-43,3	-48,1	-2,4	-34,5	-38,7	-33,4
Viagens	-1,2	-17,1	-18,7	-0,5	-10,9	-11,7	-9,0
Demais	-2,4	-26,2	-29,4	-1,9	-23,6	-27,0	-24,4
Renda primária	-3,1	-45,0	-52,2	-1,7	-35,9	-40,9	-40,5
Juros	-1,0	-19,3	-21,3	-0,9	-19,4	-21,2	-20,9
Lucros e dividendos	-2,1	-26,0	-31,2	-0,9	-16,8	-20,0	-20,0
Demais	0,0	0,3	0,4	0,0	0,3	0,4	0,4
Renda secundária	0,3	2,4	2,7	0,3	2,3	2,6	2,9
Conta capital	0,0	0,2	0,2	-0,1	0,2	0,3	0,4
Conta financeira	-8,7	-88,2	-100,5	-2,8	-54,3	-61,7	-40,6
Investim. ativos ^{2/}	0,7	77,8	79,5	9,0	49,3	52,4	38,9
Inv. direto no ext.	1,7	26,1	26,0	-1,0	10,8	12,0	7,0
Ativos de bancos	-4,1	-0,7	-1,4	6,8	2,2	7,4	1,9
Demais ativos	3,1	52,4	54,9	3,2	36,4	33,0	30,0
Investim. passivos	10,7	187,3	192,4	9,6	108,5	115,7	93,8
IDP	5,8	86,9	96,9	4,9	59,9	66,0	60,0
Ações totais ^{3/}	-0,3	12,1	11,8	0,9	11,4	10,0	6,0
Títulos no país	-0,2	35,6	27,1	4,7	17,5	13,0	6,0
Emprést. e tít. LP	2,3	20,3	21,1	-2,7	-3,6	-1,3	-7,8
Títulos públicos	-0,1	2,5	2,5	-0,0	-3,3	-	-
Títulos privados	0,7	0,1	-0,3	0,8	-2,9	-7,0	-0,8
Empréstimos dir.	1,5	15,7	17,1	-2,2	4,6	6,0	-
Demais ^{4/}	0,2	1,9	1,8	-1,3	-2,0	-0,3	-6,9
Emprést. e tít. CP	1,5	22,0	24,9	-0,2	-0,1	-	-
Demais passivos ^{5/}	1,6	10,5	10,6	2,0	23,5	27,9	29,6
Derivativos	0,9	0,7	1,6	-0,3	3,2	-	-
Ativos de reserva	0,4	20,7	10,8	-1,9	1,6	1,6	14,3
Erros e omissões	0,4	4,1	3,4	0,2	1,9	-	-
Memo:							
Transações corr./PIB (%)		-4,2	-4,3		-3,4	-3,5	-2,7
IDP / PIB (%)		3,9	4,0		3,7	3,7	3,9

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.

Este box apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2015 e as primeiras estimativas para 2016. As revisões consideraram dados publicados desde o Relatório de Inflação de setembro, atualizações do cenário econômico internacional e brasileiro, e estatísticas mais recentes relativas ao estoque e ao serviço do endividamento externo.

Para 2015, a projeção para o *deficit* em transações correntes foi reduzida para US\$62 bilhões (3,48% do Produto Interno Bruto – PIB). A revisão repercute, em cenário de depreciação do real e retração da atividade interna, elevação de US\$12 bilhões para US\$15 bilhões no *superavit* na balança comercial, com as exportações atingindo US\$190 bilhões e as importações, US\$175 bilhões (reduções respectivas de 15,2% e de 24,1% em relação ao resultado de 2014).

A projeção para o *deficit* na rubrica de serviços passou de US\$40,3 bilhões, no Relatório anterior, para US\$38,7 bilhões. Destacaram-se os recuos nas despesas líquidas de viagens internacionais (de US\$13 bilhões para US\$11,7 bilhões), compatível com a retração nas despesas brutas, influenciada pelas trajetórias da renda disponível e da taxa de câmbio; de transportes (de US\$7 bilhões para US\$6 bilhões), refletindo os menores fluxos de comércio; e de aluguel de equipamentos (de US\$23 bilhões para US\$22 bilhões).

As despesas líquidas com rendas primárias estão projetadas em US\$40,9 bilhões para 2015 (US\$52,2 bilhões em 2014); as despesas líquidas de juros, em US\$21,2 bilhões (US\$21,3 bilhões em 2014), considerado o cronograma da posição de dívida referente a setembro de 2015; e as remessas líquidas de lucros e dividendos, em US\$20 bilhões (US\$31,2 bilhões em 2014), incluídos os lucros reinvestidos. As despesas líquidas de lucros e dividendos recuaram 35,2% nos onze primeiros meses de 2015, em relação a igual período de 2014.

A estimativa para o ingresso líquido da conta de renda secundária foi reduzida de US\$2,9 bilhões, no Relatório

de Inflação anterior, para US\$2,6 bilhões. Os ingressos líquidos de renda secundária somaram US\$2,3 bilhões nos onze primeiros meses de 2015.

Na conta financeira, projeta-se que as captações líquidas superem as concessões líquidas em US\$61,7 bilhões. A estimativa para investimentos diretos no exterior (IDE) soma remessas líquidas de US\$12 bilhões (US\$17 bilhões na projeção anterior e US\$26 bilhões em 2014), e a relativa a ingressos líquidos de investimentos diretos no país (IDP) foi elevada de US\$65 bilhões, na projeção anterior, para US\$66 bilhões (3,70% do PIB). Estima-se, portanto, que o investimento estrangeiro direto financie integralmente o *deficit* projetado para transações correntes em 2015.

A estimativa para ingressos líquidos em passivos de investimentos em carteira foi reduzida em US\$11,9 bilhões, para US\$16 bilhões. Destacam-se nesses ingressos, os relativos a papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico, US\$13 bilhões, e a ações, US\$10 bilhões (US\$20 bilhões e US\$11 bilhões, respectivamente, no relatório de Inflação de setembro).

Repercutindo o acesso das empresas brasileiras ao mercado internacional de crédito e o resultado ocorrido nos onze primeiros meses de 2015, a projeção para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior foi elevada para 104%, composta por 75% em títulos de longo prazo e 115% em empréstimos diretos de longo prazo.

O estoque de operações de linha com recompra atingiu US\$11,5 bilhões em 17 de dezembro de 2015, resultado de vendas líquidas de US\$975 milhões, ao longo do ano.

Considerada a estimativa de *superavit* de US\$6,4 bilhões para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, os ativos detidos no exterior, por bancos residentes no Brasil, devem aumentar em US\$7,4 bilhões em 2015.

O *deficit* em transações correntes para 2016 está estimado em US\$41 bilhões (2,66% do PIB). Projeta-se *superavit* comercial de US\$30 bilhões, com estabilidade nas exportações, em US\$190 bilhões, e recuo de 8,6% nas importações, para US\$160 bilhões.

O *deficit* da conta de serviços deverá atingir US\$33,4 bilhões, destacando-se as projeções para despesas líquidas de aluguel de equipamentos (US\$21 bilhões), viagens internacionais (US\$9 bilhões) e transportes (US\$5 bilhões). As remessas líquidas de lucros e dividendos e pagamentos líquidos de juros foram projetadas em US\$20 bilhões e US\$20,9 bilhões, respectivamente, e os ingressos líquidos de rendas secundárias, em US\$2,9 bilhões.

Estimam-se ingressos líquidos de IDP de US\$60 bilhões para 2016. Os IDE deverão registrar aplicações líquidas de US\$7 bilhões; os investimentos líquidos em ações, US\$6 bilhões; e os papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico, US\$6 bilhões. As taxas de rolagem deverão situar-se em 100%.

Em 2016, o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá atingir *superavit* de US\$13,4 bilhões. Os bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro deverão liquidar suas obrigações em linhas com recompra, devolvendo US\$11,5 bilhões ao Banco Central do Brasil (BCB) e elevando em US\$1,9 bilhão o saldo de seus depósitos mantidos no exterior.

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

Discriminação	US\$ bilhões						
	2014			2015			2016
	Nov	Jan-nov	Ano	Nov	Jan-nov	Ano ^{2/}	Ano ^{2/}
Transações correntes	-9,1	-92,5	-104,1	-2,9	-56,4	-62,0	-41,0
Juros de títulos de renda fixa negociados no país – despesas	-0,2	-7,6	-7,6	-0,1	-6,9	-6,9	-6,8
Juros de remuneração de reservas – receitas	0,2	2,8	3,0	0,2	2,3	2,6	2,8
Lucros reinvestidos – receitas	0,6	5,5	6,0	0,3	4,3	4,5	4,0
Lucros reinvestidos – despesas	0,0	-9,0	-10,7	0,0	-5,7	-6,0	-5,0
Transações correntes – hiato financeiro	-9,8	-84,2	-94,7	-3,4	-50,4	-56,2	-36,0
Conta financeira	-5,7	95,1	-99,8	-8,0	-51,1	-62,6	-49,4
Ativos	4,1	73,1	74,9	1,9	42,9	40,5	33,0
Investimento direto no exterior, exceto lucros reinvestidos	1,1	20,7	20,0	-1,3	6,5	7,5	3,0
Investimento em carteira, exceto bancos	-0,3	2,4	2,2	0,2	0,4	-	-
Outros investimentos, exceto bancos	3,3	50,0	52,6	3,1	35,9	33,0	30,0
Passivos	10,5	170,7	174,1	9,5	95,9	102,8	82,0
Investimento direto no país, exceto lucros reinvestidos	5,8	77,9	86,2	5,0	54,1	60,0	55,0
Investimento em carteira, exceto reinvestimento de juros no país	-0,0	43,2	33,9	6,1	16,0	9,1	4,4
Outros investimentos	4,7	49,6	54,0	-1,6	25,8	33,7	22,7
Demais	0,6	-2,5	-0,7	-0,4	1,8	-0,3	-0,4
Hiato financeiro ^{3/}	-4,1	2,7	5,1	4,6	0,7	6,4	13,4
Intervenções líquidas do Banco Central ^{4/}	-	4,0	6,5	-2,2	-1,5	-1,0	11,5
Bancos – variação de ativos no exterior ^{5/}	-4,1	-1,3	-1,4	6,8	2,2	7,4	1,9

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 setembro de 2015. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2017 e para o crescimento do PIB até o quarto 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 25 de novembro, 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 dezembro 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 10,48% em novembro, 3,92 p.p. acima da registrada até novembro de 2014. De um lado, os preços livres acumularam variação de 8,28% em doze meses (6,76% até novembro de 2014); de outro, os preços administrados variaram 17,95% (5,83% até novembro de 2014). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 8,51% em doze meses (7,45% até novembro de 2014), e a dos comercializáveis, 7,97% (6,02% até novembro de 2014). Note-se ainda, que no segmento de alimentos e bebidas a inflação acumulou 11,54% (7,83% até novembro de 2014) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,34% (8,29% até novembro de 2014).

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,63% em outubro para 0,65% em novembro, sendo que o acumulado em doze meses atingiu 8,36% (1,93 p.p. acima do registrado em novembro de 2014). Especificamente, o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,61% em outubro para 0,65% em novembro; e o núcleo por médias aparadas com suavização, deslocou-se de 0,66% para 0,75%. Por sua vez, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, se manteve em 0,53%; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,63% para 0,59%; e o núcleo por dupla ponderação, de 0,73% para 0,71%. O índice de difusão do IPCA alcançou 78,0% em novembro (16,6 p.p. acima do registrado em novembro de 2014), e média nos últimos três meses de 70,5% (8,0 p.p. acima da média observada entre setembro e novembro de 2014).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 1,76% em outubro e 1,19% em novembro. Assim, a variação em doze meses atingiu 10,64% (4,10% até novembro de 2014). O principal componente do IGP-DI, o IPA, atingiu 11,27% em doze meses até novembro, sendo 14,72% no segmento agropecuário e 9,95% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 10,39% em doze meses (6,81% até novembro de 2014). O INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,47% em doze meses (6,97% até novembro de 2014), com variação de 8,09% no custo de mão de obra e de 6,76% 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 0,63% em outubro, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses alcançou -3,20%. Por seu turno, o PMI composto para o Brasil se deslocou de 42,7 em outubro para 44,5 em novembro, indicando contração menos acentuada para a atividade do setor privado.

Os índices ICI e ICS, da FGV, recuaram 1,4 e 1,2 ponto, respectivamente, em novembro ante outubro. Já o ICC avançou 1,3% no mesmo período.

A atividade fabril recuou 0,7% em outubro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 7,2% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 11,2% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 24 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de outubro com a de setembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens de consumo duráveis mostrou redução mais acentuada (-5,6%), seguida dos bens de capital (-1,9%), bens intermediários (-0,7%) e de bens de consumo semi e não-duráveis (-0,6%). Comparando-se a produção de outubro com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-32,6%), bens de consumo duráveis (-28,7%), bens intermediários (-7,5%) e bens de consumo semi e não duráveis (-7,4%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação recuou 4,0% de setembro para outubro, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 15,3% menor do que o registrado em outubro de 2014.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 74,6% em novembro. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de materiais de construção (78,9%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (68,3%). No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, recuou nos últimos meses. Em novembro, 20,0% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos (23,6% em agosto), e 3,7%, insuficientes (3,3% em agosto), 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 não duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito recuou 5,6% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 11,8% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de 0,6% e -0,1%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses alcançou -2,7% para o comércio varejista restrito e de -6,8% para o ampliado. Em outubro, houve aumento no volume de vendas em cinco dos dez segmentos pesquisados, considerando o índice sazonalmente ajustado.

O PIB a preços de mercado recuou 1,7% no terceiro trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após recuo de 2,1% no segundo trimestre), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 4,5% (-3,0% no segundo trimestre, na mesma base de comparação). Em quatro trimestres, o PIB contraiu 2,5% (redução de 2,2% no valor adicionado e de 4,6% nos impostos diretos). Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 2,1% em quatro trimestres; a do setor de serviços recuou 1,6%; e a industrial diminuiu 4,7%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – recuou 1,5% ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 4,5% em relação ao mesmo trimestre de 2014. O consumo do governo avançou 0,3% na margem e recuou 0,4% na comparação interanual. Já a FBCF recuou 4,0% em relação ao trimestre anterior e 15,0% em relação ao terceiro trimestre de 2014. No que se refere ao setor externo, as exportações de bens e serviços decresceram 1,8%, enquanto as importações de bens e serviços recuaram 6,9% em relação ao segundo trimestre de 2015, de acordo com a série dessazonalizada. Na comparação interanual, as exportações aumentaram 1,1%, enquanto as importações caíram 20,0%, ambas influenciadas pela desvalorização cambial registrada no período.

De acordo com a PNADC do IBGE, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em setembro foi estimada em 8,9%, com aumento de 2,1 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. Já de acordo com a PME, que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 7,5% em novembro, ante 7,9% em outubro, e subiu 2,7 p.p. em relação a novembro de 2014 (4,8%). Considerando o ajuste sazonal, o desemprego elevou-se de 7,9% para 8,2%, na margem. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em novembro caiu 1,3% frente a outubro e recuou 8,8% em relação ao mesmo mês do ano anterior. No que se refere

ao emprego formal celetista, segundo dados divulgados pelo MTE, houve redução de 130,6 mil postos de trabalho formais em novembro e fechamento de 945,4 mil vagas no acumulado do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam a aceleração do processo de distensão no mercado de trabalho.

O saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.490,6 bilhões em outubro, com crescimento nominal de 8,4% em relação a outubro de 2014. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas, financiado com recursos direcionados, cresceu 18,4% e atingiu R\$490,7 bilhões, o que corresponde a 8,5% do PIB. Os indicadores de inadimplência, em geral, têm mostrado aumento moderado na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.666,4 bilhões em outubro (7,9% superior ao observado em outubro de 2014), e a taxa de juros média alcançou 21,5% (4,9 p.p. maior do que a observada em outubro de 2014). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$623,3 bilhões (com crescimento de 10,1% em relação a outubro de 2014).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na CVM atingiu R\$16,1 bilhões em doze meses até novembro de 2015 (R\$15,1 bilhões até novembro de 2014). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$47,1 bilhões em doze meses até novembro de 2015 (R\$51,8 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\$82,9 bilhões nos doze meses até novembro de 2015 (R\$106,1 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\$13,7 bilhões em novembro (ante *deficit* de US\$1,7 bilhão em novembro de 2014). Concorreram para esse resultado US\$191,8 bilhões em exportações e US\$178,1 bilhões em importações, com recuos em valor, de 16,0% e 22,6%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em novembro de 2014. Em doze meses até outubro, o *quantum* exportado avançou 3,7% e o preço médio das exportações diminuiu 19,6%, enquanto o *quantum* importado recuou 11,9% e o preço médio das importações reduziu 10,1%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$74,2 bilhões em outubro de 2015, equivalente a 4,0% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$20,9 bilhões em termos líquidos (US\$27,4 bilhões em outubro de 2014), e as despesas sob a rubrica “aluguel de equipamentos” – em grande parte destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$22,4 bilhões (US\$21,9 bilhões em outubro de 2014). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$20,5 bilhões em doze meses até outubro (US\$34,6 bilhões até outubro de 2014), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US\$26,7 bilhões para US\$18,5 bilhões.

Os investimentos diretos no país têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$70,7 bilhões em doze meses até outubro, equivalentes a 3,8% do PIB.

Sobre a atividade global, para a maioria das economias maduras os sinais são de crescimento moderado. Especificamente 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. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, números recentes sugerem continuação do processo de recuperação econômica. Nas economias emergentes, o destaque permanece com a perda de dinamismo na China, embora já sejam perceptíveis alguns sinais de estabilização. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodatórias, a despeito do início do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. O aumento de 0,25 p.p. na taxa de juros básica nos Estados Unidos era esperado e novos ajustes deverão ocorrer de forma gradual. As taxas de inflação permanecem baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$37. 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 16,34% nos preços das metálicas e de 3,90% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 18 de dezembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), recuou 6,71% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de setembro de 2015.

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

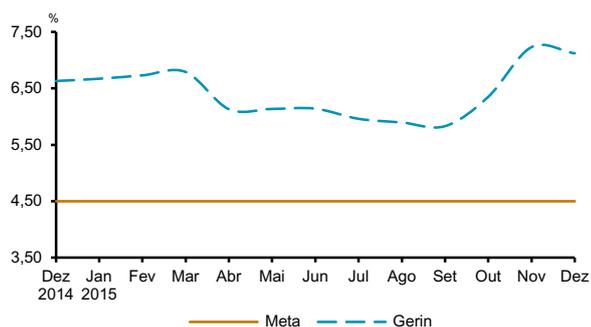
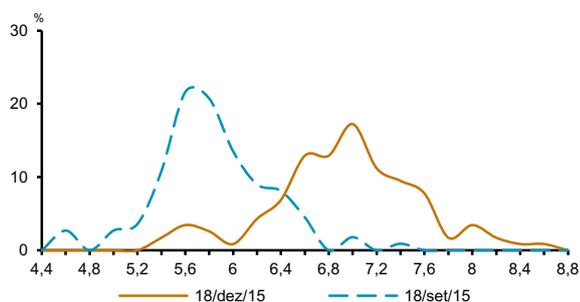


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2016

Frequência relativa



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2015 deslocou-se de -2,70% para -3,70%, entre 18 de setembro, data de corte do Relatório anterior, e 18 de dezembro. Para 2016, a taxa de crescimento se deslocou de -0,80% para -2,80%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 9,34% para 10,70%, para 2015; e de 5,70% para 6,87%, para 2016. Já a inflação projetada para os próximos doze meses, sem suavização, registrou elevação de 1,29 p.p., deslocando-se de 5,83% para 7,12%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de setembro de 2015, houve aumento da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2016, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,48% para 0,62%.

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 aumento dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como o de geração de empregos e de renda.

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 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*. Do lado interno, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso – que se tem mostrado 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 incertezas sobre as trajetórias sinalizadas para as variáveis fiscais, tanto em termos da velocidade de recuperação dos resultados quanto da sua composição, especialmente após o rebaixamento da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma segunda agência 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, números recentes sobre o crescimento da economia no terceiro trimestre confirmam a tendência de recuperação da economia, refletida particularmente no mercado de trabalho, combinada com 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, o BCE iniciou nova rodada do programa de expansão monetária, de forma a reduzir os riscos de deflação e estimular a atividade econômica.

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 gradual no ritmo de atividade de importantes parceiros comerciais; de outro, 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, economias emergentes relevantes experimentam período de maior moderação no ritmo de atividade. 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 crescimento global moderado – 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, o ambiente externo permanece complexo e que, a despeito de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, observam-se episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes.

Os índices agregados de preços de *commodities* medidos em dólares mostraram leve redução, após a forte queda observada entre junho e setembro deste ano. As quedas foram mais pronunciadas no segmento de *commodities* metálicas. O Comitê destaca que as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. 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.

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 é 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 também se contrai, em linha com os dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que se mostra mais intenso e mais longo que o antecipado, o ritmo de atividade tende a se intensificar, à medida 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, age no sentido de torná-lo mais favorável ao reequilíbrio das contas externas e 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.

Na visão do Copom, as mudanças citadas no parágrafo anterior indicam que há espaço para uma composição e ritmo do crescimento no médio prazo em direção ao crescimento potencial. 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, fundamentalmente, de uma trajetória de *superavit* primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público, além da redução de incertezas que cercam o ambiente doméstico.

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 do processo de distensão nesse mercado. No entanto, o Comitê pondera que ainda prevalece risco significativo relacionado, particularmente, à possibilidade de concessão de elevados aumentos de salários nominais, incompatíveis, neste e no próximo ano, com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a inflação e sobre a percepção de sustentabilidade do balanço consolidado das contas do setor público. 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. Assim, 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 origina pressões inflacionárias de custos.

Sobre o fator capital, a taxa de investimento da economia em doze meses, calculada a partir das Contas Nacionais do IBGE, apresentou, no terceiro trimestre de 2015, redução pelo sexto 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 dos empresários, intensificada por incertezas a respeito de eventos não econômicos e sobre a velocidade de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, a evidência de estreitamento das margens de lucro e a volatilidade observada nos mercados de moeda. Ainda sobre o fator capital, note-se que a utilização da capacidade instalada apresentou nova redução no trimestre terminado em outubro, mantendo-se, em termos dessazonalizados, em níveis inferiores aos observados durante a fase aguda da crise de 2008/2009. Esse movimento ocorreu a despeito da redução da heterogeneidade da utilização setorial, na comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação anterior.

Em termos do conjunto de indicadores de ociosidade da economia, o Copom nota que medidas convencionais de hiato do produto encontram-se em território desinflacionário,

em linha com as taxas recentes de expansão da atividade – 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 a materialização das trajetórias fiscais e as expectativas quanto à velocidade do ajuste têm efeitos no cenário central para a inflação. 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 de forma lenta e em menor intensidade em relação ao anteriormente projetado. Porém, o Comitê nota que indefinições e alterações significativas na trajetória de geração de resultados primários, bem como na sua composição, impactam não apenas as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação – tornando mais negativo o balanço de riscos –, mas também o apreçamento de ativos e a percepção de risco da economia, contribuindo para criar uma percepção negativa sobre o ambiente macroeconômico, bem como têm impactado negativamente as expectativas de inflação.

A propósito, o Comitê entende que a geração de *superavit* primários que fortaleçam a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribui 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 que, gradualmente, atinjam magnitude suficiente para estabilizar e, posteriormente, reduzir a trajetória do endividamento público como proporção do produto. 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, e, principalmente, pelas incertezas quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição. Ainda em relação às expectativas, o Comitê observa que as referentes a 2016 têm-se elevado desde agosto, invertendo a trajetória declinante até então. Esse movimento ascendente nas expectativas – que ocorreu em conjunto com o aumento das incertezas relacionadas aos resultados fiscais – também é observado, apesar de que em menor medida, nas projeções de mercado para 2017 e 2018. Esses fatos constituem claro e importante sinal sobre a deterioração recente do balanço de riscos da economia, e demandam monitoramento para definição dos próximos passos na estratégia de política monetária.

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 continuar reforçando 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. Em um cenário de aumento na aversão ao risco global, repercutindo 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, os prêmios de risco domésticos apresentaram crescimento muito superiores àqueles observados em outras economias emergentes ao longo do primeiro semestre de 2015. No

horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que essa aversão ao risco global e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à continuação do gradual processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Entretanto, ressalta que fatores domésticos, em especial as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos, influenciam e continuarão a influenciar, se não forem tempestivamente endereçados, os preços dos ativos financeiros. Dessa forma, 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 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, como também incertezas quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas na próxima seção, o Comitê nota, conforme antecipado, que esses ajustes de preços fizeram com que a inflação se elevasse 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.

Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, na reunião de outubro; e, por seis votos a favor e dois votos pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p., manter a taxa em 14,25% a.a., sem viés, na reunião de novembro.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Na reunião de novembro, parte de seus membros argumentou que seria oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a reduzir os riscos de não cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou monitorar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

Em outubro, 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 Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon. Em novembro, 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 Edson Feltrim e Otávio Ribeiro Damaso. Votaram pela elevação da taxa Selic para 14,75% a.a. os seguintes membros do Comitê: 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, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real, seja pelo processo de substituição de importações em curso. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, o desenvolvimento nos âmbitos fiscal, parafiscal e no mercado de ativos e, em 2016, a dinâmica dos preços administrados são fatores importantes do contexto em que decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, em 2017.

O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Nesse contexto, independentemente do contorno das demais políticas, o Comitê adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN, em 2016, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

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 dezembro 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 novembro de 2015 – mesmos valores considerados no Relatório de Inflação de setembro 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

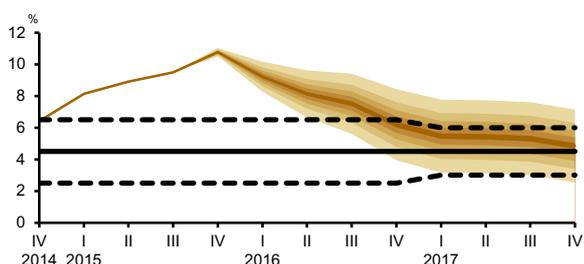
média passou de R\$3,86/US\$ para R\$3,85/US\$. Para o final de 2016, a taxa de câmbio passou de R\$4,00/US\$ para R\$4,20/US\$, e para o final de 2017, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$4,20/US\$, ante R\$3,93/US\$ considerados no Relatório anterior.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2015 reduziram-se de 14,25% a.a. para 14,18% a.a. e, para o quarto trimestre de 2016, aumentaram de 12,25% a.a. para 15,08% a.a. Para o final de 2017, as expectativas deslocaram-se de 11,00% a.a. para 12,25% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 19 p.b., 72 p.b. e -154 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (14,25% a.a.), no quarto trimestre de 2015, 2016 e 2017, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados, em ambos os cenários, é de 18,2% para 2015, ante 15,4% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera as hipóteses, para o acumulado de 2015, de variação de 20,7% nos preços da gasolina, bem como de aumento de 51,6% nos preços da energia elétrica. Para 2016, a projeção para a variação do conjunto dos preços administrados, em ambos os cenários, é de 5,9%, ante 5,7% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera, para combustíveis, que os preços domésticos da gasolina e do óleo diesel encontram-se acima dos praticados no mercado internacional, restringindo, dessa forma, eventuais elevações. Para os preços da energia, a projeção de 4,6% para 2016 leva em conta redução da tarifa em dólar da usina de Itaipu e ausência de mudanças no valor definido pelo sistema de bandeiras tarifárias em 2016, muito embora os riscos hídricos tenham evoluído favoravelmente e tenha ocorrido desligamento de usinas térmicas de maior custo. Cabe destacar que, no caso de itens para os quais se dispõe de mais informações, as projeções são individualizadas; nos demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados é de 5,0% para 2017.

Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *deficit* primário de 0,85% do PIB para 2015 e de *superavit* primário de 0,50% do PIB para 2016. Cabe destacar, ainda, que, em determinado

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 4	10,7	10,7	10,7	10,8	10,8	10,9	10,8
2016 1	8,8	9,0	9,1	9,3	9,4	9,6	9,2
2016 2	7,5	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7	8,1
2016 3	6,7	7,1	7,4	7,7	8,0	8,3	7,5
2016 4	5,3	5,7	6,0	6,4	6,7	7,1	6,2
2017 1	4,5	4,9	5,3	5,6	6,0	6,4	5,5
2017 2	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	6,4	5,4
2017 3	4,4	4,8	5,1	5,5	5,8	6,2	5,3
2017 4	3,9	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8	4,8

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

período, o impulso fiscal equivale à variação do resultado 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 10,8% em 2015, 1,3 p.p. maior do que a projetada no Relatório de setembro de 2015 e acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN. Em 2016, de acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, no cenário de referência, a projeção para o primeiro trimestre é de 9,2%. No segundo trimestre de 2016, a projeção recua para 8,1%, segue em declínio para 7,5% no terceiro trimestre e encerra o ano em 6,2%. Em 2017, a projeção para o primeiro trimestre é de 5,5%, recuando para 5,4% e 5,3% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, e encerrando o ano em 4,8%.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 41% e, em 2017, de 20%.

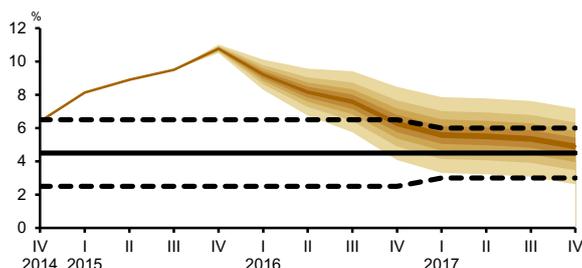
No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 10,8% em 2015, mesmo valor projetado no cenário de referência e 1,3 p.p. acima da projeção constante do Relatório anterior. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, as projeções indicam que a inflação acumulada em doze meses para o primeiro trimestre de 2016 é de 9,2%. Para o segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção recua para 8,2% e 7,6%, respectivamente, encerrando aquele ano em 6,3%. Em 2017, a projeção de inflação recua para 5,6% no primeiro trimestre, e desloca-se para 5,5% e 5,4% no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano em 4,9%.

No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 43% e, em 2017, de 21%.

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 quarto trimestre de 2015. Isso se deve, em parte, à maior projeção para a variação dos preços administrados e à inflação ocorrida no período maior do que a projetada no Relatório anterior. No cenário

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

Leque de inflação



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

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

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

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

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

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

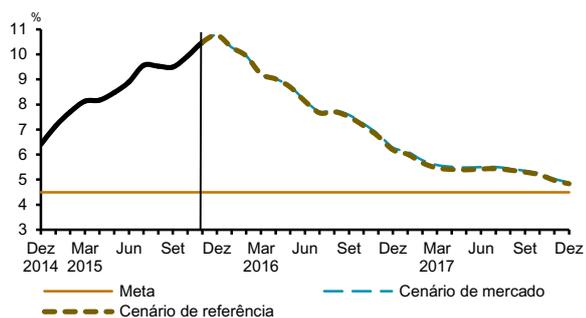
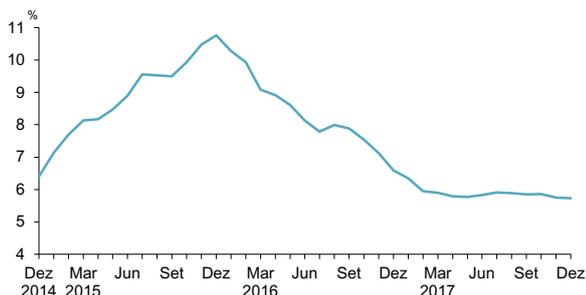


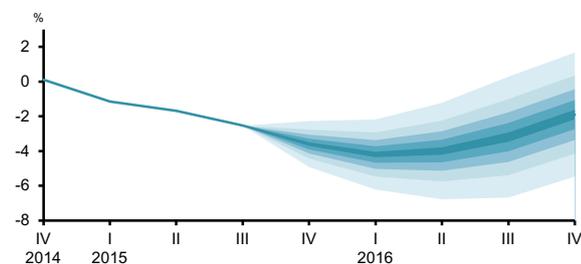
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

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

Leque do produto



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 quarto trimestre de 2017, e a trajetória de metas. Até novembro 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 encontra-se em trajetória ascendente até dezembro de 2015, mas já em janeiro de 2016 entra em um 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 novembro de 2015, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação declina ao longo de 2016, convergindo para valor próximo à média incondicional ao final do horizonte de projeção.

O Gráfico 6.7 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o exercício de projeção do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto –, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento projetado para o PIB acumulado em quatro trimestres é de -3,6% para 2015 (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -1,9% para o acumulado em quatro trimestres para 2016.

Formação de Preços no Brasil¹

A forma como a política monetária afeta a economia real e a inflação depende, pelo menos no curto prazo, das características do processo de ajuste de preços. Em particular, os efeitos macroeconômicos de choques nominais mensurados em modelos frequentemente usados por bancos centrais para análise de política monetária dependem da hipótese de rigidez de preços assumida na modelagem. Por essa razão, a fixação de preços na economia tem sido objeto de estudo de extensa literatura².

Embora a exploração de grandes bases de dados microeconômicos mensurando o comportamento dos preços tenha produzido resultados importantes para a caracterização da rigidez nominal³, existem ainda aspectos da decisão de preços que não estão completamente compreendidos. Após o trabalho seminal de Blinder (1991) e Blinder *et al.* (1998) para os Estados Unidos, vários artigos têm explorado dados qualitativos produzidos por entrevistas com dirigentes de firmas sobre as práticas de reajuste de preços⁴. Essas informações qualitativas complementam os estudos baseados em micro dados e ajudam a compreender a decisão de reajuste por parte das firmas, e, portanto, o processo de formação de preços na economia.

Este box tem por objetivo apresentar resultados sobre o processo de formação de preços no Brasil, obtidos por meio de um *survey* conduzido pelo Banco Central do Brasil. A pesquisa envolveu entrevistas, no período de julho de 2011 a abril de 2012, com dirigentes de 7.002 firmas, localizadas nas cinco regiões geográficas

1/ Este box apresenta alguns resultados do artigo “*Price-Setting Behavior in Brazil: Survey Evidence*” de autoria de Arnildo Correa, Myrian Petrassi e Rafael Santos, a ser divulgado na Série Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil.

2/ Em especial, e mais recentemente, da literatura centrada em micro dados (ver Bils e Klenow, 2004; Dhyne *et al.* 2006; Klenow e Malin, 2011, entre outros). Estudos sobre a formação de preços no Brasil usando micro dados incluem Gouvea (2007) e Barros *et al.* (2009).

3/ Ver, por exemplo, Klenow e Malin (2011).

4/ Exemplos de *surveys* nacionais sobre estratégias de formação de preços incluem Apel *et al.* (2005) para a Suécia; Fabiani *et al.* (2006) para a Área do Euro; Amirault *et al.* (2006) para o Canadá e Greenslade e Parker (2010) para o Reino Unido.

do país, e atuando nos três setores econômicos: 2.424 firmas na indústria, 2.488 no setor de serviços e 2.090 empresas no comércio. A amostra foi construída para ser representativa em nível nacional, em cada um dos setores e em seus principais segmentos.

Na análise dos resultados para o Brasil, seguiu-se a prática internacional, na qual o processo de tomada de decisão de preços é tipicamente dividido em dois estágios. O primeiro estágio envolve a revisão de preços, que consiste na seguinte avaliação: o preço atual é o melhor preço que a firma poderia escolher, dadas as condições correntes? O segundo estágio consiste na implementação efetiva da mudança de preço, caso essa seja a conclusão do primeiro estágio, e levando-se em conta eventuais custos associados à mudança de preços.

No caso específico da revisão de preços no Brasil, as respostas das firmas foram separadas em duas categorias: aquelas que reveem seus preços frequentemente; e aquelas que reveem seus preços em intervalos fixos de tempo, indicando uma frequência menor. Para a economia como um todo, as respostas indicam que aproximadamente 50% das firmas reavaliam seus preços frequentemente e 50% reavaliam em intervalos fixos. Em termos setoriais, há diferenças: reavaliações de preços são menos frequentes no setor de serviços do que no comércio e na indústria – 66% das firmas no setor de serviços reportam que reavaliam seus preços em intervalos fixos, comparados a 39% no comércio e 42% na indústria. Esse resultado é mais evidente em casos como serviços educacionais, cujos preços são reavaliados, em geral, anualmente. Essa heterogeneidade reforça a importância de se monitorar subgrupos da inflação, que efetivamente possuem comportamentos distintos.

As empresas foram também perguntadas sobre a frequência com que mudam os preços de seus produtos. Os dados da Tabela 1 mostram que em torno de 20% das firmas brasileiras mudam seus preços ao menos uma vez por mês, enquanto 42% fazem isso anualmente. Considerando a média da economia, os dados sugerem que há importante rigidez nominal no Brasil, entretanto menor do que em países desenvolvidos⁵. As firmas

5/ Ver Fabiani *et al.*, 2005; Greenslade e Parker, 2010; Apel *et al.*, 2005; Amirault *et al.*, 2006.

mudam seus preços, em média, 3,6 vezes por ano, ou seja, os preços fixados possuem uma duração média de, aproximadamente, 3,3 meses. Esses resultados são compatíveis com a avaliação a partir de dados microeconômicos – Gouvea (2007) reporta duração média entre 2,7 a 3,8 meses, usando micro dados de preços ao consumidor⁶.

Vale ressaltar importantes diferenças setoriais reportadas na Tabela 1. Firms no setor de serviços mudam preços menos frequentemente que nos outros setores – 65% afirmam que mudam preços uma vez por ano. Já no setor de comércio, 40% das firmas mudam seus preços pelo menos mensalmente. Algumas características das firmas e dos mercados também parecem afetar a estratégia de formação de preços. Em relação às características das firmas, o tamanho mostrou-se importante. Firms maiores, quando o tamanho é medido pelo número de empregados, reavaliam seus preços em frequência mais elevada. Do ponto de vista das características dos mercados, o grau de competição importa. Firms que reportam enfrentar elevada competição mudam preços mais frequentemente.

Tabela 1 – Frequência de mudanças de preços – percentual de firmas

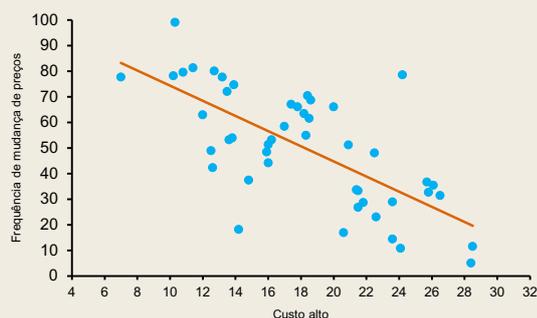
Número de dias entre as mudanças de preços	Setores			Brasil
	Comércio	Indústria	Serviços	
1 -30	40%	15%	5%	19%
31 - 90	18%	17%	5%	13%
91 - 180	18%	21%	12%	17%
181 - 360	20%	37%	65%	42%
> 360	4%	10%	12%	9%

Outra variável relevante para a decisão de preços por parte das firmas é o custo de coletar e processar informação (denominado aqui, genericamente, de custo de menu). A maioria das empresas (57%) relata que o custo para revisar preços é baixo. O Gráfico 1 mostra a relação entre o custo de se obter e processar informação e a frequência com que as firmas mudam seus preços⁷. O eixo horizontal mostra o percentual de firmas, em

6/ Esse resultado também é compatível com a interpretação de que a economia brasileira é impactada por choques com maior frequência do que as economias avançadas.

7/ Para isso, a economia foi dividida em 47 subsetores usando a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE).

Gráfico 1 – Custo de informação e frequência de mudança de preços



cada subsetor, reportando que o custo de menu é alto. O eixo vertical indica o percentual de firmas mencionando que mudam seus preços ao menos uma vez a cada seis meses. O Gráfico 1 mostra uma relação inversa entre ajustamento de preços e custo de coletar e processar informação: quanto maior o custo, menor é a frequência com que as firmas reavaliam e mudam seus preços.

A pesquisa também avaliou as estratégias de determinação de preços das firmas e os fatores de decisão de preços. A partir das respostas, pode-se concluir que a estratégia de somar um *markup* aos custos é bastante importante. De maneira geral, 49% das firmas entrevistadas declararam que, de alguma forma, seguem essa regra. Outro elemento importante afetando as decisões de preços das firmas são os preços dos concorrentes. No total da amostra, 67% das firmas consideram importante mudar seus preços apenas após saber como o concorrente reajustou; e 66% consideram relevante a informação do número de competidores em seu setor.

Tabela 2 – Importância de diferentes fatores para as decisões de preços

Fatores	Setores			Brasil
	Comércio	Indústria	Serviços	
Taxa de câmbio	41%	48%	20%	36%
Salários	33%	36%	54%	41%
Bens intermediários	70%	85%	0%	50%
Inflação	51%	44%	56%	50%
Taxa de juros	47%	37%	37%	40%

Quanto aos principais determinantes das mudanças de preços, as firmas foram perguntadas sobre a importância de cinco fatores: taxa de câmbio, salários, custos de bens intermediários, inflação e taxas de juros. A Tabela 2 apresenta, para cada determinante, o percentual de firmas que consideram o fator muito importante para suas decisões de preços. Para a economia agregada, os dois fatores com maior importância são os preços dos bens intermediários e a inflação. Em ambos os casos, 50% das firmas indicaram que esses fatores são muito importantes. Esses resultados reafirmam a hipótese já discutida no parágrafo anterior, de que o custo dos insumos é fator determinante para as decisões de preços das firmas. A importância da inflação, reportada na Tabela 2, está alinhada com o histórico de inflação elevada no Brasil.

Em resumo, os resultados, relevantes do ponto de vista de política monetária, sugerem que, de fato, as decisões de preço parecem ocorrer em dois estágios, como previsto na literatura internacional. Adicionalmente, existe importante rigidez de preços no Brasil, embora, aparentemente, menor do que em economias avançadas. Há também heterogeneidade na rigidez entre os setores e a estratégia de adicionar um *markup* aos custos parece ser a estratégia dominante de determinação de preços. Finalmente, os custos dos insumos intermediários e a inflação são fatores importantes para a fixação dos preços, assim como o grau de competição enfrentado pelas firmas.

Referências

Amirault, D., Kwan, C. e G. Wilkinson (2006), “*Survey of Price Setting Behaviour of Canadian Companies*”, *Bank of Canada Review*, Winter 2004-2005, pp: 29-40.

Apel, M., R. Friberg e K. Hellsten (2005), “*Micro Foundations of Microeconomic Price Adjustment: Survey Evidence from Swedish Firms*”, *Journal of Money Credit and Banking*, 37(2), pp: 313-338.

Barros, R., M. Bonomo, C. Carvalho e S. Matos (2009), “*Price Setting in a Variable Macroeconomic Environment: Evidence from Brazilian CPI*”, mimeo, Fundação Getulio Vargas e *Federal Reserve Bank of New York*.

Bils, M. e P. Klenow (2004), “*Some Evidence on the Importance of Sticky Prices*”, *Journal of Political Economy* 112, outubro 2004, pp: 947-985.

Blinder, A. (1991), “*Why Are Prices Sticky? Preliminary Results from an Interview Study*”, *American Economic Review*, vol. 81(2), pp: 89-100.

Blinder, A., E. Canetti, D. Lebow e J. Rudd (1998), “*Asking About Prices: A New Approach to Understanding Price Stickiness*”, *Russel Sage Foundation, New York*.

Correa, A., Petrassi, M. e Santos, R. (2015). “*Price-Setting Behavior in Brazil: Survey Evidence*”, mimeo.

Dhyne, E., L. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffman, N. Jonker, P. Lunnemann, F. Rumler e J. Vilmunen (2006), “*Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data*”, *Journal of Economic Perspectives* 20, pp: 171-192.

Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupiaz, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl e A. Stokman (2006), “*What Firms. Surveys Tell Us about Price-Setting Behavior in the Euro Area*”, *International Journal of Central Banking*, vol. 2(3), pp: 3-47.

Gouvea, S. (2007), “*Price Rigidity in Brazil: Evidence from CPI Micro Data*”, Trabalho para Discussão do Banco Central do Brasil, no. 143.

Greenslade, J. e M. Parker (2010), “*New Insights into Price-Setting Behaviour in the United Kingdom*”, *Bank of England. Working Paper* 395.

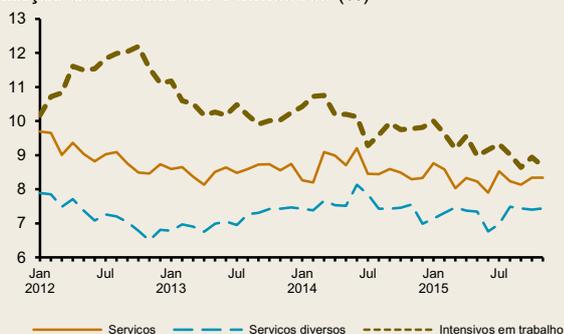
Klenow, P. e B. Malin (2011), “*Microeconomic Evidence on Price-Setting*”, *Handbook of Monetary Economics* 3A, B. Friedman e M. Woodford ed.: Elsevier, 2011, pp: 231-284.

Comportamento Recente da Inflação de Serviços

A inflação de serviços tem se situado em níveis superiores ao da inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), desde 2005 e, apesar de apresentar certo recuo em períodos recentes, ainda encontra-se em níveis elevados. Neste box, busca-se entender o comportamento da inflação de serviços, que parece mostrar certa resistência, mesmo no atual cenário econômico e após as recentes ações de política monetária.

Para um melhor entendimento da sua dinâmica, o setor de serviços foi segmentado e o estudo concentra-se na análise do comportamento de dois subsetores: serviços intensivos em trabalho e serviços diversos. O subgrupo alimentação fora do domicílio e o subitem passagem aérea foram eliminados da análise pelo fato de sua evolução ser significativamente influenciada por fatores com pouco impacto sobre os demais serviços, como custos de alimentos e combustível de aviação¹.

Gráfico 1 – Inflação de serviços
Inflação acumulada em 4 trimestres (%)



A evolução recente da inflação dos setores em estudo é apresentada no Gráfico 1. Considerando-se o grupo de serviços como um todo, observa-se uma leve tendência de baixa na inflação acumulada em doze meses, deslocando-a de níveis acima de 9,0% no primeiro semestre de 2012 para valores abaixo de 8,5%, a partir de agosto de 2015, níveis ainda bastante elevados em comparação com os objetivos do regime de metas.

Observa-se que os dois subsetores apresentam dinâmicas distintas. A série “Intensivos em Trabalho” apresenta tendência de queda desde o final de 2012. Entretanto, essa tendência inicia em patamar bem elevado (acima de 11,0%), de modo que, mesmo após o período de queda, ainda são observados níveis próximos de 9,0%. Já “Serviços diversos” apresenta tendência de alta entre o final de 2012 e meados de 2014, sucedida por período de relativa estabilidade.

1/ Essa segmentação do setor de serviços foi utilizada no box “Segmentação da Inflação de Serviços”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2013. Os subsetores intensivos em trabalho e serviços diversos correspondem a 24% e 51% do setor de serviços, respectivamente. O restante (25%) corresponde ao conjunto passagem aérea e alimentação fora do domicílio.

Com o objetivo de entender melhor a dinâmica da inflação de serviços, os preços livres foram divididos em três subsectores: serviços “Intensivos em trabalho”, “Serviços diversos” e restante dos livres², e estimou-se conjuntamente uma curva de Phillips para cada componente e uma curva agregada para a inflação de livres:

$$\begin{aligned}
 (1) \quad \pi_t^{SI} &= \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{SI} D_i + \beta_1^{SI} \frac{\sum_{i=1}^4 \pi_{t-i}}{4} + (1 - \beta_1^{SI}) E_t \pi_{t+1} + \beta_2^{SI} \frac{\sum_{i=2}^3 h_{t-i}}{2} + \beta_3^{SI} \Delta RR_{t-1} + \varepsilon_t^{SI} \\
 (2) \quad \pi_t^{SD} &= \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{SD} D_i + \beta_1^{SD} \frac{\sum_{i=1}^2 \pi_{t-i}}{2} + (1 - \beta_1^{SD}) E_t \pi_{t+1} + \beta_2^{SD} \frac{\sum_{i=3}^6 h_{t-i}}{4} + \beta_3^{SD} \Delta RR_{t-1} + \varepsilon_t^{SD} \\
 (3) \quad \pi_t^{RL} &= \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{RL} D_i + \beta_1^{RL} \pi_{t-1} + \beta_2^{RL} \pi_{t-1}^* + (1 - \beta_1^{RL} - \beta_2^{RL}) \frac{\sum_{i=1}^2 E_t \pi_{t+i}}{2} + \beta_3^{RL} h_{t-1} \\
 &\quad + \beta_4^{RL} \frac{\sum_{i=2}^4 \Delta RR_{t-1}}{3} + \varepsilon_t^{RL}
 \end{aligned}$$

Nas equações (1) a (3), os termos π , π^* , π^{SI} , π^{SD} e π^{RL} correspondem, respectivamente, à inflação cheia, inflação importada e à inflação dos subsectores de serviços intensivos em trabalho, serviços diversos e a do grupo correspondente ao restante dos preços livres. O termo $E_t \pi_{t+i}$ é a expectativa em t acerca da inflação no trimestre $t+i$, h corresponde ao hiato do produto, ΔRR à variação do rendimento real habitual, D_i são *dummies* sazonais e ε^{SI} , ε^{SD} e ε^{RL} são termos de erro. A equação agregada dos preços livres corresponde à combinação das equações acima, ponderada pelo peso de cada grupo.

A Tabela 1 apresenta os principais resultados da regressão dos subsectores componentes da inflação de livres³. Comparando-se os subgrupos “Intensivos em trabalho” e “Serviços diversos”, pode-se observar que o primeiro apresenta menor inércia e sofre maior influência do hiato do produto. Outra diferença está relacionada ao impacto inicial do rendimento real habitual – cerca de 50% mais alto em “Intensivos em trabalho” do que em “Serviços diversos”. Essa diferença diminui para, aproximadamente, 20% em horizontes mais longos, devido ao componente inercial mais alto do subgrupo “Serviços diversos”.

2/ Considerou-se a classificação mais recente do setor de serviços e as séries históricas foram recalculadas utilizando-se como referência os pesos da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2009. Para maiores detalhes sobre essa atualização, ver boxe “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA”, no Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

3/ Todos os coeficientes reportados foram significantes a 5%.

Tabela 1 – Coeficientes estimados

Grupo		Inércia ¹⁾	Hiato	Rendimento real ²⁾
Intensivos em trabalho	Coeficiente	0,46	0,31	0,24
	Defasagens	1 a 4	2 e 3	1
Serviços diversos	Coeficiente	0,73	0,12	0,17
	Defasagens	1 e 2	3 a 6	1
Restante dos livros	Coeficiente	0,42	0,09	0,05
	Defasagens	1	1	2 a 4

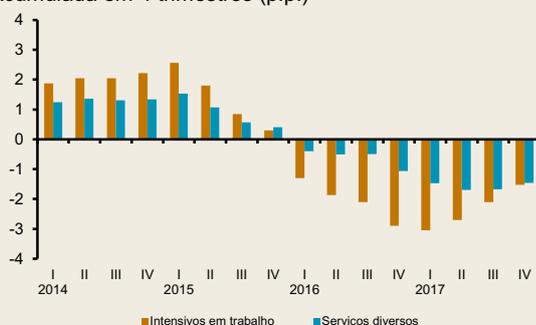
1\ As defasagens de inércia referem-se ao IPCA cheio.

2\ Em variação

A diferença no impacto do rendimento real sobre os grupos, obtida nas estimações, pode ser uma das explicações da diferença em suas trajetórias. Na história recente, é possível identificar três períodos distintos de comportamento do rendimento real: de aceleração, entre 2002 e 2006; de crescimento constante, entre 2007 e 2012; e de desaceleração, a partir de então. Esse último período de desaceleração teria um impacto maior sobre a série de serviços intensivos em trabalho, o que está em linha com a tendência observada na inflação deste setor.

Gráfico 2 – Hiato e renda real - contribuição estimada¹⁾

Acumulada em 4 trimestres (p.p.)



1\ Contribuição estimada na inflação de cada setor.

O exercício permite, sob a luz do modelo estimado, obter uma mensuração da contribuição das trajetórias observadas do hiato do produto e do rendimento real sobre a inflação dos dois subsetores de serviços. O Gráfico 2 apresenta as contribuições estimadas para o período desde 2014 para a inflação acumulada em quatro trimestres com base nos valores realizados do hiato e do rendimento real⁴.

Pode-se observar que o hiato do produto e o rendimento real exercem maior pressão sobre a inflação de serviços intensivos em trabalho até 2015T3, explicando parcialmente o maior nível de inflação verificado nesse subsetor no período. Para 2015 e 2016, as estimativas mostram uma reversão mais acentuada dos efeitos sobre esse subsetor, em resposta à desaceleração do rendimento real e à queda da atividade econômica, representada pelo hiato do produto, que se torna negativo a partir de 2015T2. Esse movimento é um pouco mais lento e menos intenso no subsetor “Serviços diversos”.

4/ Para o hiato do produto realizado, considerou-se uma medida baseada em função de produção; para o período a partir de 2015T4, utilizou-se o coeficiente autorregressivo do hiato do modelo semiestrutural *benchmark* do Banco Central do Brasil. Para o rendimento real, assumiu-se crescimento igual a zero para o período a partir de 2015T4.

Os resultados sugerem que os efeitos da queda do hiato do produto e da desaceleração do rendimento real devem contribuir para a redução da inflação do setor de serviços a partir do primeiro trimestre de 2016. A existência de defasagens explica parte da persistência que vem sendo observada na inflação de serviços, uma vez que a queda recente do hiato do produto e do rendimento real ainda não tiveram impactos significativos.

Em suma, este box apresenta análise da inflação de serviços baseada em dois de seus segmentos. Os efeitos estimados sugerem que a inflação de serviços tenderá a ceder no próximo ano. Cabe ressaltar, no entanto, que outros fatores influenciam a inflação de serviços diretamente, como expectativas, ou indiretamente, por meio do repasse de aumentos de preços de outros grupos do IPCA. Além disso, os resultados apresentados neste box são baseados em estimações e, portanto, sujeitos às incertezas inerentes ao processo de modelagem.

Anexo

Notas da 194ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 20 e 21/10/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (20/10) e do 20º andar (21/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h12 (20/10) e 16h40 (21/10)

Horário de término: 19h23 (20/10) e 20h19 (21/10)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Luiz Edson Feltrim

Otávio Ribeiro Damaso

Sidnei Corrêa Marques

Tony Volpon

Chefes de Departamento (presentes em 20/10)

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 21/10)

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 20/10)

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 0,54% em setembro, 0,32 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 9,49% em setembro (6,75% em setembro de 2014), com os preços livres aumentando 7,48% (7,17% em setembro de 2014), e os administrados, 16,35% (5,32% em setembro de 2014). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 6,41% em doze meses até setembro (6,86% em setembro de 2014), e os de não comercializáveis, 8,38% (7,46% em setembro de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentação e bebidas aumentaram 10,04% em doze meses até setembro (8,21% em setembro de 2014), e os dos serviços, 8,13% (8,59% em setembro 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 0,41% em agosto para 0,58% em setembro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 7,82% (1,06 p.p. acima da registrada em setembro de 2014). O núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,43% em agosto para 0,69% em setembro; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,32% para 0,55%; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,33% para 0,55%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,42% para 0,48%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,56% para 0,64%. O índice de difusão situou-se em 66,5% em setembro (5,4 p.p. acima do registrado em setembro de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,42% em setembro, com variação acumulada em doze meses de 9,31% (3,24% em setembro de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 9,52% em doze meses (1,29% em setembro de 2014), 14,66% no segmento de produtos agropecuários e 7,62% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 9,65% em doze meses até setembro (6,97% em setembro de 2014), e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 7,38% (6,96% em setembro de 2014), em parte reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 8,59% 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 0,97% em agosto, com variação em doze meses de 7,27%. 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 agosto de 2015, o IBC-Br recuou 4,47% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, contraiu 0,76% em relação a julho. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil deslocou-se de 44,8 em agosto para 42,7 em setembro, indicando acentuada contração. Os índices de Confiança da Indústria (ICI) e do Consumidor (ICC) recuaram 2,9% e 5,3%, respectivamente, entre agosto e setembro. Já o Índice de Confiança dos Serviços recuou 8,4% e registrou novo mínimo histórico. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em setembro, crescimento de 8,8% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.
5. A atividade fabril recuou 1,2% em agosto, 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

-5,7% em agosto de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 9,0% em agosto, 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 cresceu 0,7% de julho para agosto de 2015, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 7,2% menor do que o registrado em agosto de 2014. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, subiu de 45,8 em agosto para 47,0 em setembro.

6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de agosto com a de julho, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens de capital (-7,6%) e bens de consumo duráveis (-4,0%) mostraram as reduções mais acentuadas. O setor produtor de bens de consumo semi e não duráveis também registrou queda (-0,3%) em agosto. Por outro lado, o segmento de bens intermediários registrou o único resultado positivo nesse mês (0,2%). Comparando-se a produção de agosto com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-33,2%), bens de consumo duráveis (-14,6%), bens de consumo semi e não duráveis (-7,6%) e bens intermediários (-5,5%).
7. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em julho foi estimada em 8,6%, com aumento de 1,7 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 7,6% em agosto, com aumento de 0,1 p.p. em relação ao mês anterior e de 2,6 p.p. em relação a agosto de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram redução de 86,5 mil postos de trabalho formais em agosto e fechamento de 572,8 mil vagas no acumulado 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 6,9% em agosto, 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 9,6% em agosto, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,9% e de -2,0%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas, com retração em oito dos dez segmentos pesquisados. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito registrou queda de 1,5%, e a do ampliado, redução de 5,2%. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 4,1% entre agosto e setembro. Após a quinta queda consecutiva, o índice atingiu o menor nível da série histórica iniciada em março de 2010.
9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 77,4% em setembro e, na série dessazonalizada, 76,5%. 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 (81,5%) e as de material para construção (78,1%), seguidas pelas de bens de consumo não duráveis (74,3%), de consumo duráveis (69,1%) e de capital (64,4%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 18,1% no período de doze meses encerrado em agosto.
10. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), a balança comercial registrou *superavit* de US\$6,9 bilhões em doze meses até setembro de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$196,0 bilhões e de importações de US\$189,0 bilhões, com recuo de 17,7% e de 19,5%, respectivamente, em relação ao acumulado até setembro de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$84,5 bilhões em agosto de 2015, equivalente a 4,3% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos diretos no país totalizaram US\$73,6 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 3,8% do PIB.

11. Sobre a atividade global, indicadores antecedentes indicam, no horizonte relevante para a política monetária, crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Para a maioria das economias maduras, os sinais são de crescimento moderado. Especificamente 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. Nos Estados Unidos, consolida-se a visão de sustentabilidade da recuperação da atividade. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade tem sido revisado para baixo, com destaque para a perda de dinamismo na China. 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 baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.
12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se próximo a US\$50 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 aumentaram 2,14%, enquanto os preços das metálicas recuaram 6,81%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 18,9% em doze meses até setembro 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 16,9% em 2015, ante 15,2% considerados na reunião do Copom de setembro. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de variação de 15,0% no preço da gasolina, de 19,9% no preço do gás de bujão e de 51,7% 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 5,8% em 2016, 0,1 p.p. maior do que o valor considerado na reunião do Comitê de setembro.
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 -27 pontos base (p.b.) e de 12 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 9,28% para 9,75% e, para 2016, de 5,51% para 6,12%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$3,85/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 em relação ao valor considerado na reunião anterior, tanto em 2015 quanto em 2016, permanecendo 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, as projeções de inflação para 2015 e 2016 também se elevaram em relação ao valor considerado na reunião de setembro e permanecem acima da meta para a inflação.

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 o 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 o ambiente externo permanece complexo, com episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, mas identifica baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais. Para o Comitê, a tendência de atividade global mostra 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.
22. 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*. 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. 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 também se contrai, em linha com os dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que tem-se mostrado mais intenso e pode ser mais longo que o antecipado, o ritmo de atividade tende a se intensificar, à medida 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. Entretanto, a velocidade de materialização dessas mudanças e dos ganhos delas decorrentes, depende, fundamentalmente, de uma trajetória de *superavit* primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público, além da redução de incertezas que cercam o ambiente doméstico.
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 de forma lenta e em menor intensidade em relação ao anteriormente projetado. Porém, o Comitê nota que indefinições e alterações significativas na trajetória de geração de *superavit* primários, bem como na sua composição, impactam as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação e contribuem para criar uma percepção negativa sobre o ambiente macroeconômico. 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 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.

27. Para o Copom, o fato de a inflação 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 de 2015, entre outros fatores, esses ajustes de preços relativos na economia tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável. 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.
28. 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 horizonte relevante da política monetária. O Copom ressalta que a política monetária se manterá vigilante para a consecução desse objetivo.
29. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.
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, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real, seja pelo processo de substituição de importações em curso. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, o desenvolvimento nos âmbitos fiscal e parafiscal e no mercado de ativos e, neste ano, a dinâmica de recomposição de preços administrados são fatores importantes do contexto em que decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, no horizonte relevante para a política monetária.
31. O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Nesse contexto, o Comitê entende que, independentemente do contorno das demais políticas, a política monetária deve se manter vigilante, de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas e a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 24 de novembro 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 195ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 24 e 25/11/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (24/11) e do 20º andar (25/11) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h16 (24/11) e 16h48 (25/11)

Horário de término: 20h08 (24/11) e 19h47 (25/11)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Luiz Edson Feltrim

Otávio Ribeiro Damaso

Sidnei Corrêa Marques

Tony Volpon

Chefes de Departamento (presentes em 24/11)

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 25/11)

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 24/11)

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 0,82% em outubro, 0,28 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 9,93% em outubro (6,59% em outubro de 2014), com os preços livres aumentando 7,71% (6,88% em outubro de 2014), e os administrados, 17,52% (5,57% em outubro de 2014).

Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 7,06% em doze meses até outubro (6,25% em outubro de 2014), e os de não comercializáveis, 8,23% (7,47% em outubro de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentação e bebidas aumentaram 10,38% em doze meses até outubro (7,60% em outubro de 2014), e os dos serviços, 8,34% (8,50% em outubro 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 0,58% em setembro para 0,63% em outubro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 8,03% (1,40 p.p. acima da registrada em outubro de 2014). O núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,69% em setembro para 0,73% em outubro; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,55% para 0,63%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,48% para 0,61%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,64% para 0,66%. Por sua vez, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, variou de 0,55% para 0,53%. O índice de difusão situou-se em 67,0% em outubro (2,1 p.p. acima do registrado em outubro de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,76% em outubro, com variação acumulada em doze meses de 10,58% (3,21% em outubro de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 11,31% em doze meses (1,31% em outubro de 2014), 15,23% no segmento de produtos agropecuários e 9,84% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 10,01% em doze meses até outubro (6,84% em outubro de 2014), e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 7,58% (6,87% em outubro de 2014), em parte reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 8,59% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/ Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 1,78% em outubro, com variação em doze meses de 11,58%. 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 setembro de 2015, o IBC-Br recuou 6,18% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, contraiu 0,50% em relação a agosto. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil manteve-se em 42,7 entre setembro e outubro, permanecendo abaixo de 50 pelo oitavo mês consecutivo. Os índices de Confiança da Indústria (ICI) e de Serviços (ICS) avançaram 2,3% e 4,5%, respectivamente, entre setembro e outubro. Já o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) avançou 1,3% entre outubro e novembro. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em outubro, crescimento de 8,2% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.
5. A atividade fabril recuou 1,3% em setembro, 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 -6,5% em setembro de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 10,9% em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 24 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação cresceu 1,2% de agosto para setembro de 2015, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 8,4% menor do que o registrado

em setembro de 2014. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, caiu de 47,0 em setembro para 44,1 em outubro, registrando o menor valor dos últimos setenta e nove meses.

6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de setembro com a de agosto, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens de consumo duráveis (-5,3%) mostrou a redução mais acentuada. O setor produtor de bens intermediários (-1,3%) também recuou. Por outro lado, os segmentos de bens de capital (1,0%) e de bens de consumo semi e não duráveis (0,5%) registraram aumentos em setembro. Comparando-se a produção de setembro com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-31,7%), bens de consumo duráveis (-27,8%), bens de consumo semi e não duráveis (-7,4%) e bens intermediários (-7,2%).
7. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em setembro foi estimada em 8,9%, com aumento de 2,1 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 7,9% em outubro, com aumento de 0,3 p.p. em relação ao mês anterior e de 3,2 p.p. em relação a outubro de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram redução de 95,6 mil postos de trabalho formais em setembro e fechamento de 657,8 mil vagas no acumulado 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 6,2% em setembro, 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 11,5% em setembro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,5% e de -1,5%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas, com retração em oito dos dez segmentos pesquisados. Em doze meses, o comércio restrito registrou queda de 2,1%, e o ampliado, redução de 6,0% no volume de vendas. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 2,3% entre setembro e outubro. Após a sexta queda consecutiva, o índice atingiu o menor nível da série histórica iniciada em março de 2010.
9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 77,7% em outubro e, na série dessazonalizada, 76,7%. 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 (81,3%) e as de material para construção (75,1%), seguidas pelas de bens de consumo não duráveis (74,1%), de consumo duráveis (69,8%) e de capital (67,5%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 20,4% no período de doze meses encerrado em setembro.
10. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), a balança comercial registrou *superavit* de US\$10,1 bilhões em doze meses até outubro de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$193,7 bilhões e de importações de US\$183,6 bilhões, com recuo de 17,1% e de 20,6%, respectivamente, em relação ao acumulado até outubro de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$79,3 bilhões em setembro de 2015, equivalente a 4,2% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos diretos no país totalizaram US\$71,8 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 3,8% do PIB.
11. Sobre a atividade global, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Para a maioria das economias maduras, os sinais são de crescimento moderado. Especificamente 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. Nos Estados Unidos, antecipa-se algum arrefecimento na dinâmica de crescimento, embora a partir de níveis relativamente altos de atividade. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade tem sido revisado para baixo, com destaque para a perda de dinamismo na China. 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 baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.

12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a reunião anterior do Copom, atingindo patamares próximos a US\$44. 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 0,51%, enquanto os preços das metálicas recuaram 11,10%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 16,0% em doze meses até outubro 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 17,7% em 2015, ante 16,9% considerados na reunião do Copom de outubro. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de variação de 17,6% no preço da gasolina, de 21,7% no preço do gás de bujão e de 52,3% 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 5,9% em 2016, 0,1 p.p. maior do que o valor considerado na reunião do Comitê de outubro.
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 10 pontos base (p.b.) e de -2 p.b. para o quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *deficit* primário de 0,85% do PIB para 2015 e de *superavit* primário de 0,70% do PIB para 2016. Cabe destacar, ainda, que, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do resultado 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 9,75% para 10,33% e, para 2016, de 6,12% para 6,64%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$3,80/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 em relação ao valor considerado na reunião anterior, tanto em 2015 quanto em 2016, permanecendo 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, as projeções de inflação para 2015 e 2016 também se elevaram em relação ao valor considerado na reunião de outubro e permanecem acima da meta para a inflação. Para 2017, a projeção do cenário de referência e a do cenário de mercado encontram-se em torno e acima da meta de 4,5%, respectivamente.

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 o 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 o ambiente externo permanece complexo, com episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, mas identifica baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais. Para o Comitê, a atividade global mostra tendência de 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.
22. Ainda sobre os mercados financeiros internacionais, o Copom destaca moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. 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. 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 também se contrai, em linha com os dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que se tem mostrado mais intenso e mais longo que o antecipado, o ritmo de atividade tende a se intensificar, à medida 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. Entretanto, a velocidade de materialização dessas mudanças e dos ganhos delas decorrentes depende, fundamentalmente, de uma trajetória de *superavit* primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público, além da redução de incertezas que cercam o ambiente doméstico.

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 de forma lenta e em menor intensidade em relação ao anteriormente projetado. Porém, o Comitê nota que indefinições e alterações significativas na trajetória de geração de resultados primários, bem como na sua composição, impactam as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação e contribuem para criar uma percepção negativa sobre o ambiente macroeconômico, bem como têm impactado negativamente as expectativas de inflação. 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 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 elevados aumentos de salários nominais, 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 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 de 2015, entre outros fatores, esses ajustes de preços relativos na economia tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável. Nesse contexto, conforme antecipado em Notas anteriores, esses ajustes de preços fizeram com que a inflação se elevasse 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.
28. Diante do exposto, avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Parte de seus membros argumentou que seria oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a reduzir os riscos de não cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou monitorar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.
29. O Copom, então, decidiu manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, por seis votos a favor e dois votos pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p.
30. 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 Edson Feltrim e Otávio Ribeiro Damaso. Votaram pela elevação da taxa Selic para 14,75% a.a. os seguintes membros do Comitê: 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, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real, seja pelo processo de substituição de importações em curso. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, o desenvolvimento nos âmbitos fiscal, parafiscal e no mercado de ativos e, em 2016, a dinâmica dos preços administrados são fatores importantes do contexto em que decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, em 2017.
32. O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Nesse contexto, independentemente do contorno das demais políticas, o Comitê adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, trazer a inflação o mais próximo possível de 4,5% em 2016, circunscrevendo-a aos limites estabelecidos pelo CMN, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5% em 2017.
33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 19 de janeiro de 2016, para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 28.079, de 26 de junho de 2015.

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 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 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

Flávio Túlio Vilela
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Ariosto Revoredo de Carvalho
Chefe do Departamento das Reservas Internacionais – Depin

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

Bruno Walter Coelho Saraiva
Chefe do Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

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
BPM6	Sexta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do FMI
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDE	Conta de Desenvolvimento Energético
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNAE	Classificação Nacional das Atividades Econômicas
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Conab	Companhia Nacional de Abastecimento
Copom	Comitê de Política Monetária
CPMF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CRB	Commodity Research Bureau
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	Deutscher Aktienindex
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	Emerging Markets Bond Index Plus
ENA	Energia Natural Afluente
ETF	Exchange-traded funds
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	Federal Reserve
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	Financial Times Securities Exchange Index
FTSE MIB	FTSE Milano Italia Borsa Index
FTSE/JSE	FTSE/JSE Africa Index Series
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IC-Br	Índice de Commodities – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICE	Intercontinental Exchange de Nova York
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
IDE	Investimento Direto no Exterior
IDP	Investimentos Diretos no País
IDX	Indonesia Stock Exchange
IE	Índice de Expectativas
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
Ipsos	Ipsos Public Affairs
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
JGB	Títulos do Governo Japonês
J-REIT	Japan Real estate investment trusts
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
ONS	Operador Nacional do Sistema
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PEC	Proposta de Emenda Constitucional
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNADC	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
QE	Quantitative Easing
S&P	Standard & Poor's
S&P 500	Standard and Poor's 500

Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	Chicago Board Options Exchange Volatility Index
WMO	Organização Meteorológica Mundial
WTI	West Texas Intermediate