

# Relatório de Inflação

Março 2016

Volume 18 | Número 1



# Relatório de Inflação

Março 2016

Volume 18 | Número 1



ISSN 1517-6576  
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 18	nº 1	mar.	2016	p. 1-121
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------



# 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](mailto:depec@bcb.gov.br))
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**  
(*E-mail*: [conep.depep@bcb.gov.br](mailto:conep.depep@bcb.gov.br))
- **Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)**  
(*E-mail*: [gerin@bcb.gov.br](mailto:gerin@bcb.gov.br))

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 18, nº 1.

## 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

---

<b>Apresentação</b>	<b>5</b>
<b>Sumário executivo</b>	<b>7</b>
<b>Nível de atividade</b>	<b>13</b>
1.1 Comércio	14
1.2 Produção	15
Produção industrial	15
Serviços	17
Índice de atividade do Banco Central	17
1.3 Mercado de trabalho	17
1.4 Produto Interno Bruto	19
1.5 Investimentos	19
1.6 Conclusão	20
<b>Preços</b>	<b>29</b>
2.1 Índices gerais	29
2.2 Índices de preços ao consumidor	30
2.3 Núcleos	31
2.4 Expectativas de mercado	32
2.5 Conclusão	33
<b>Políticas creditícia, monetária e fiscal</b>	<b>39</b>
3.1 Crédito	39
Taxas de juros e inadimplência	40
3.2 Agregados monetários	41
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	42
Mercado de capitais	42
3.3 Política fiscal	43
Necessidades de financiamento do setor público	44
Operações do Banco Central no mercado aberto	46
Dívida mobiliária federal	47
Dívida Líquida do Setor Público	48
3.4 Conclusão	48
<b>Economia internacional</b>	<b>51</b>
4.1 Atividade econômica	51
4.2 Política monetária e inflação	53
4.3 Mercados financeiros internacionais	55
4.4 <i>Commodities</i>	56
4.5 Conclusão	57

<b>Setor externo</b>	<b>65</b>
5.1 Movimento de câmbio	65
5.2 Comércio de bens	65
5.3 Serviços e renda	67
5.4 Conta financeira	68
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	70
5.6 Conclusão	70
<b>Perspectivas para a inflação</b>	<b>75</b>
6.1 Determinantes da inflação	76
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	81
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	90
<b>Boxes</b>	
Revisão da Projeção do PIB para 2016	21
Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) – revisão metodológica	23
Preços de Importação de Bens Manufaturados, Câmbio e Impactos sobre os Preços de Bens Comercializáveis no IPCA	34
Políticas Monetárias Assimétricas: das taxas negativas na Europa e no Japão aos movimentos de alta na América Latina	59
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2016	71
Decomposição da Inflação de 2015	94
<b>Anexo</b>	<b>99</b>
<b>Apêndice</b>	<b>115</b>

# Apresentação

---

O Relatório de Inflação é publicado trimestralmente pelo Banco Central do Brasil e tem o objetivo de avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear cenário prospectivo sobre o comportamento dos preços, explicitando as condições das economias nacional e internacional que orientaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) em relação à condução da política monetária.

Este Relatório é constituído de seis capítulos: Nível de atividade; Preços; Políticas creditícia, monetária e fiscal; Economia internacional; Setor externo; e Perspectivas para a inflação. Em relação ao nível de atividade, são analisados evolução das vendas no varejo, estoques, produção, mercado de trabalho e investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre, em função das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independeram da ação governamental. No capítulo relativo às políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise é centrada no desempenho do crédito e do mercado financeiro, assim como na execução orçamentária. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se análise do desempenho das principais economias, procurando identificar as condições que podem influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. Em seguida, o capítulo sobre o setor externo enfoca a evolução das transações econômicas com o exterior, com ênfase no resultado comercial e nas condições de financiamento externo. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

## Sumário executivo

---

No âmbito internacional, o Copom considera que, desde o Relatório anterior, o ambiente externo permanece especialmente complexo. Entretanto, em que pese a ocorrência de episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, o Comitê identifica, ainda, baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

A atividade global mostrou tendência de maior moderação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, as evidências apontam taxas de crescimento mais modestas e abaixo do crescimento potencial nas economias maduras. Destacam-se também incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*.

Os preços de ativos domésticos evoluíram de acordo com mudanças na percepção de risco da economia brasileira. Mesmo em cenário de aumento na aversão ao risco global, repercutindo incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa e ao ritmo de atividade global, os prêmios de risco domésticos flutuaram principalmente de acordo com desenvolvimentos locais. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê ressalta que as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos influenciam, e continuarão a influenciar, 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 os efeitos da recente valorização cambial sobre os preços domésticos dependem fundamentalmente da percepção de perenidade desse movimento.

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) continuam a se ajustar, indicando ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano inferior ao previsto anteriormente. Esse processo está sendo especialmente intensificado pelas incertezas oriundas do efeito de eventos não econômicos. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que se tem mostrado mais intenso e mais longo que o antecipado, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se intensificar. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, a depreciação do real milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico, os impactos nos preços dos ativos de incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, especialmente após novo rebaixamento, em fevereiro, da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma 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, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento da demanda agregada no médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. O Comitê ressalta, contudo, que 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 e internacional. Ressalte-se a importância de se perseverar na promoção de reformas estruturais de forma a assegurar a consolidação fiscal em prazos mais longos.

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 relevante continuar reforçando as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

Nesse contexto, a evolução das operações de crédito no trimestre encerrado em fevereiro de 2016 mostrou-se consistente com a trajetória da atividade econômica e das condições monetárias. Ressaltem-se, ainda, os impactos, sobre decisões de endividamento, decorrentes dos efeitos da retração da atividade sobre os indicadores de emprego e renda, e da manutenção, em patamar reduzido, dos indicadores de confiança de consumidores e empresários.

No que diz respeito às contas públicas, o crescimento anual registrado no *deficit* primário em 2015 repercutiu, em especial, os impactos da redução no nível da atividade econômica sobre a arrecadação e do equacionamento de passivos com bancos federais e com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Dessa forma, ganham relevância as perspectivas de que medidas de ajuste fiscal de longo prazo sejam apresentadas e aprovadas, e contribuam para que os indicadores de endividamento retomem trajetória consistente com o ambiente de estabilidade macroeconômica.

Os indicadores do setor externo seguem refletindo os efeitos do processo de ajuste macroeconômico em curso no país. A trajetória da taxa de câmbio e a retração da atividade interna favoreceram o saldo comercial, com recuo expressivo das importações, e a redução nas despesas líquidas de serviços e de rendas. Destacam-se, nesse processo, as quedas significativas nas despesas com viagens internacionais e nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os investimentos diretos no país permaneceram em patamar adequado ao financiamento do *deficit* em transações correntes.

Sobre preços, a inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 1,27% em janeiro e 0,90% em fevereiro. Dessa forma, a inflação em doze meses alcançou 10,36% em fevereiro, 2,65 p.p. acima da registrada até fevereiro de 2015. De um lado, os preços livres acumularam variação de 8,97% em doze meses (7,12% até fevereiro de 2015); de outro, os preços administrados variaram 14,94% (9,66% até fevereiro de 2015).

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 março de 2016 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,70/US\$, e a meta para a taxa

Selic em 14,25% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,6% em 2016, 4,9% em 2017 e de 4,5% no primeiro trimestre de 2018. 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 6,9% em 2016, 5,4% em 2017 e de 5,0% no primeiro trimestre de 2018.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2016, de acordo com o cenário de referência, é de -3,5% (1,6 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior).

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.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas neste Relatório, o Comitê considera, conforme antecipado, que o ainda elevado patamar da inflação é reflexo dos processos de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, e que fazem com que a inflação mostre resistência. Ao tempo em que reconhece que esses processos 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.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, ao comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. Adicionalmente, mantêm-se as incertezas em relação ao cenário externo, com destaque para a preocupação com o desempenho da economia chinesa e seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo.

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 tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas 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, neste ano, a dinâmica dos preços administrados e um hiato do produto mais desinflacionário que o inicialmente previsto 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 Conselho Monetário Nacional (CMN), em 2017.

O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao comportamento recente das expectativas e das taxas observadas de inflação, combinados com a presença de mecanismos de indexação na economia brasileira, e quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição. Some-se a isso, o fato de que o processo de realinhamento de preços relativos mostrou-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Adicionalmente, remanescem incertezas em relação ao comportamento da economia mundial. Nesse contexto, o Comitê reitera que essas condições não permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização monetária, e que 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.

# Nível de atividade

**Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas**

Discriminação	Variação percentual			
	2015		2016	
	Out	Nov	Dez	Jan
<b>No mês<sup>1/</sup></b>				
Comércio varejista	0,6	0,5	-2,7	-1,5
Combustíveis e lubrificantes	-2,7	-0,4	0,6	-3,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	1,9	-1,7	-1,1	-0,9
Tecidos, vestuário e calçados	1,4	0,5	-2,0	-0,5
Móveis e eletrodomésticos	0,0	4,5	-8,3	-4,3
Artigos farmacêuticos, médicos	1,9	1,2	0,4	0,1
Livros, jornais, revistas e papelaria	0,2	-0,5	-1,4	-0,1
Equipamentos e materiais para escritório	-9,7	18,9	-9,7	1,6
Outros artigos de uso pessoal	-0,9	4,4	-4,5	-1,8
Comércio ampliado	-0,1	0,4	-1,0	-1,6
Materiais de construção	-2,9	0,1	3,2	-6,6
Veículos, motos, partes e peças	-1,1	1,5	0,3	-0,4
<b>Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup></b>				
Comércio varejista	-2,5	-1,1	-0,6	-1,4
Combustíveis e lubrificantes	-4,0	-4,1	-3,8	-3,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-0,6	0,3	0,5	-1,4
Tecidos, vestuário e calçados	-4,3	-2,5	-0,8	-0,6
Móveis e eletrodomésticos	-4,6	-1,2	-0,9	-2,8
Artigos farmacêuticos, médicos	-0,3	0,6	2,2	2,3
Livros, jornais, revistas e papelaria	-5,0	-4,0	-2,6	-1,9
Equipamentos e materiais para escritório	-8,4	-4,0	-2,8	3,6
Outros artigos de uso pessoal	-3,9	-2,8	-1,6	-0,8
Comércio ampliado	-3,5	-2,9	-2,0	-1,4
Materiais de construção	-5,0	-6,2	-3,8	-2,5
Veículos, motos, partes e peças	-6,4	-6,5	-4,9	-0,7
<b>No ano</b>				
Comércio varejista	-3,6	-4,0	-4,3	-10,3
Combustíveis e lubrificantes	-5,2	-5,8	-6,1	-14,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-2,1	-2,4	-2,5	-5,8
Tecidos, vestuário e calçados	-7,6	-8,4	-8,6	-13,8
Móveis e eletrodomésticos	-13,3	-13,5	-14,1	-24,3
Artigos farmacêuticos, médicos	3,1	3,0	3,0	-0,2
Livros, jornais, revistas e papelaria	-9,6	-10,4	-10,9	-13,3
Equipamentos e materiais para escritório	0,7	0,1	-1,8	-24,0
Outros artigos de uso pessoal	0,3	-0,3	-1,3	-12,5
Comércio ampliado	-7,9	-8,4	-8,6	-13,3
Materiais de construção	-7,4	-8,0	-8,4	-18,5
Veículos, motos, partes e peças	-15,4	-16,7	-17,8	-18,9

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

A atividade da economia brasileira segue em trajetória de retração, comportamento evidenciado pelo recuo de 1,4% registrado, na margem, pelo PIB no quarto trimestre de 2015, e pela evolução de importantes indicadores econômicos nos meses iniciais de 2016. Ressalte-se que o desempenho negativo da economia nos últimos meses – consistente com os impactos do processo de ajuste macroeconômico em curso e a crise de confiança dos agentes – foi intensificado pelos efeitos de eventos não econômicos, entre os quais o acidente ambiental que afetou expressivamente a produção da indústria extrativa.

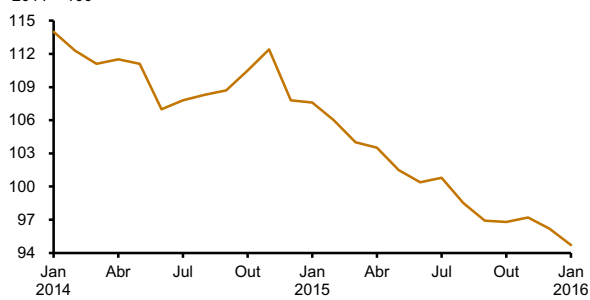
Nesse contexto, o PIB recuou 3,8% em 2015, refletindo resultados negativos dos setores de maior peso, indústria e serviços, e a contribuição positiva da produção do setor agropecuário. A análise da demanda ratifica os efeitos da crise de confiança observada no país – explícita no patamar reduzido dos indicadores de confiança de consumidores e empresários – e da deterioração das condições do mercado de trabalho e suas implicações sobre o mercado de crédito, com desdobramentos sobre os gastos de consumo e investimento.

A retração da economia em 2015 foi atenuada pelo desempenho do componente externo da demanda. No ano, o ajuste na balança comercial foi favorecido tanto pela depreciação da taxa de câmbio quanto pela redução na atividade doméstica. Nesse cenário, a contribuição do setor externo para o resultado anual do PIB em 2015 atingiu 2,7 p.p., após oito resultados negativos em sequência.

Apesar da perspectiva de continuidade do processo de reação das exportações líquidas, a demanda agregada tende a se apresentar moderada nos próximos meses, influenciada pela evolução recente do emprego, da renda e do crédito. A médio prazo, consolidado o ajuste macroeconômico em curso, o ritmo de atividade tende a se recuperar à medida que a confiança de empresas e famílias se fortaleça, com perspectivas de mudanças importantes na composição da demanda e da oferta agregadas.

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

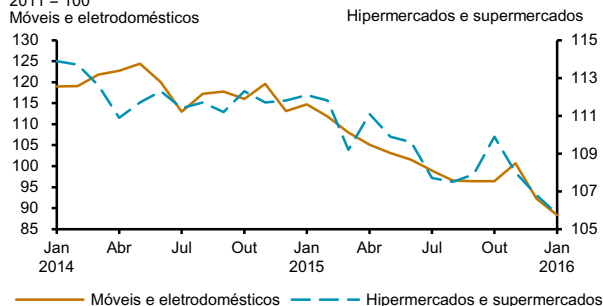
Dados dessazonalizados  
2011 = 100



Fonte: IBGE

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

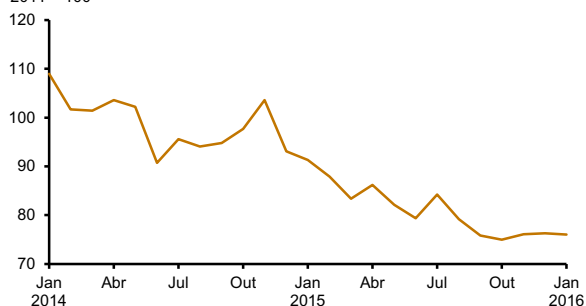
Dados dessazonalizados  
2011 = 100



Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados  
2011 = 100



Fonte: IBGE

## 1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado recuaram 8,6% em 2015 (-1,7% em 2014 e 3,6% em 2013), maior retração registrada pela Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) desde 2003. Houve reduções nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados (veículos e motos, partes e peças, -17,8%; móveis e eletrodomésticos, -14,1%; livros, jornais, revistas e papelaria, -10,9%). As vendas no segmento de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria cresceu 3,0%. Excluídas as variações nas vendas de veículos e motos, partes e peças, e de material de construção (-8,4%), o comércio varejista retraiu 4,3% em 2015, maior retração da série, iniciada em 2000. Ressalte-se que o desempenho desfavorável das vendas do comércio ampliado em 2015 atingiu todas as regiões: Centro-Oeste, -11,9%; Sul, -10,7%; Nordeste, -9,4%; Norte, -8,3% e Sudeste, -6,7%.

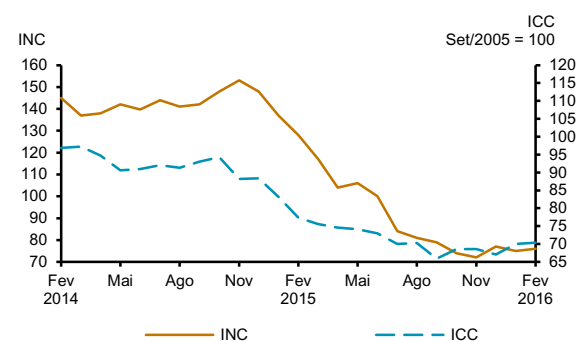
Na margem, houve reduções em oito dos dez segmentos pesquisados, e as vendas do comércio ampliado recuaram 1,4% no trimestre encerrado em janeiro, em relação ao finalizado em outubro de 2015, quando haviam decrescido 3,5%, nesse tipo de comparação, considerados dados dessazonalizados. Destacaram-se os recuos nas vendas de combustíveis e lubrificantes (3,1%) e de móveis e eletrodomésticos (2,8%); e os aumentos nas de equipamentos e material para escritório e comunicação (3,6%) e de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos (2,3%). Excluídas as reduções nas vendas de veículos e motos, partes e peças (0,7%), e de material de construção (2,5%), as vendas do comércio varejista recuaram 1,4% no trimestre, destacando-se as retrações no Sul (2,5%) e no Norte (2,4%).

Indicadores coincidentes sinalizaram continuidade da retração das vendas no varejo nos primeiros meses de 2016. Nesse sentido, as vendas reais do setor supermercadista recuaram 2,4% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro de 2015, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras); e as vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), diminuíram 5,3% no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro de 2015, quando haviam recuado 7,9%, no mesmo tipo de análise.

Adicionalmente, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir

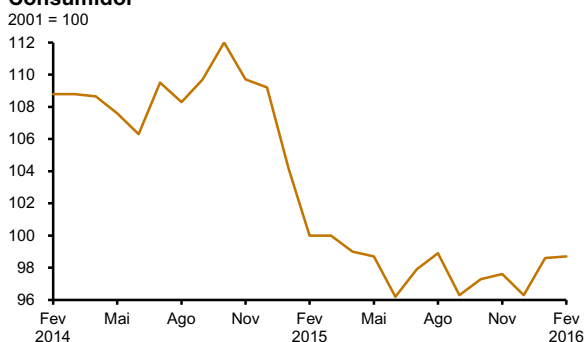


**Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Confiança (INC/ACSP) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC/FGV)**



Fontes: ACSP/IPSOS e FGV

**Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor**



Fonte: CNI

**Tabela 1.2 – Produção industrial**

Trimestre/trimestre anterior<sup>1/</sup>

Discriminação	%			
	2015		2016	
	Out	Nov	Dez	Jan
Indústria geral	-3,8	-4,2	-4,0	-3,7
Por seção				
Indústria extrativa	-1,3	-4,5	-8,7	-12,5
Indústria de transformação	-3,7	-4,0	-3,7	-3,2
Por categoria de uso				
Bens de capital	-10,8	-7,3	-8,6	-8,7
Bens intermediários	-3,0	-4,1	-4,0	-3,7
Bens de consumo	-2,9	-3,2	-2,4	-1,9
Duráveis	-8,9	-10,4	-10,0	-4,2
Semi e não duráveis	-1,7	-1,3	-0,6	-0,1

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa, recuou 2,8% no trimestre encerrado em fevereiro de 2016, em relação ao finalizado em novembro de 2015, quando havia diminuído 4,9%, considerados dados dessazonalizados.

Os indicadores de confiança do consumidor mantiveram-se em patamar historicamente reduzido no início de 2016. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), aumentou 0,6% no trimestre finalizado em fevereiro, resultado de variações de -2,2% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,7% no Índice de Expectativas (IE). O ICC recuou 16,7% em relação ao mesmo trimestre de 2015 (ISA, -17,3%; IE, -15,3%).

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), retraiu 6,3% no trimestre finalizado em fevereiro, em relação ao mesmo período do ano anterior. Destacaram-se as piores nos componentes situação financeira e expectativas de renda pessoal, e as recuperações nos componentes expectativas de inflação e desemprego.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, recuou 44,8% no trimestre finalizado em fevereiro, em relação a igual período de 2015. Houve retrações nos indicadores de todas as regiões: Sul, 52%; Sudeste, 49,4%; Nordeste, 35,8% e Norte/Centro-Oeste, 40,0%.

O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), divulgado pela FGV, aumentou 1,2% no trimestre finalizado em fevereiro, em relação ao encerrado em novembro de 2015, evolução decorrente de variações de 2,9% no ISA-COM e de -0,4% no IE-COM.

## 1.2 Produção

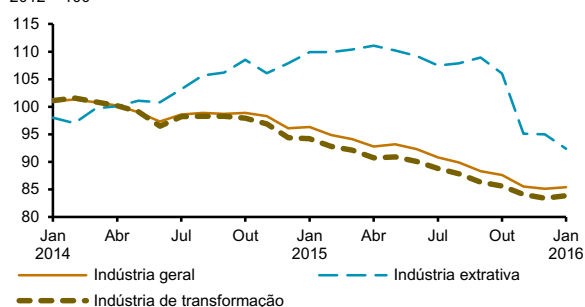
### Produção industrial

A produção física da indústria recuou 8,3% em 2015, segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa, mesmo impactada negativamente pela desaceleração da demanda externa, cresceu 3,7% no ano, e a indústria de transformação retraiu 9,9%, destacando-se os decréscimos nas categorias de bens de capital (25,5%) e de bens de consumo duráveis (18,7%).

**Gráfico 1.6 – Produção industrial<sup>1/</sup>**

Indústria geral e seções

2012 = 100



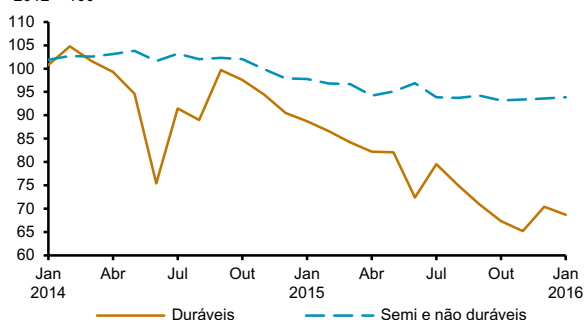
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

**Gráfico 1.7 – Produção industrial<sup>1/</sup>**

Bens de consumo

2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

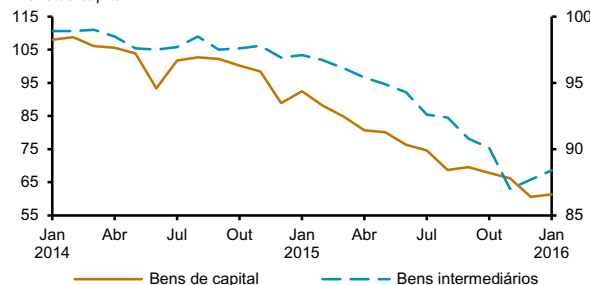
**Gráfico 1.8 – Produção industrial<sup>1/</sup>**

Bens de capital e intermediários

2012 = 100

Bens de capital

Bens intermediários



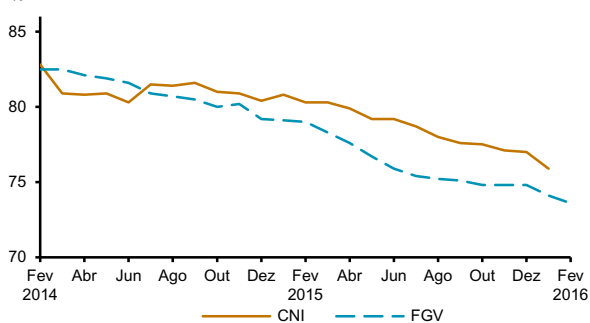
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

**Gráfico 1.9 – Utilização da capacidade instalada<sup>1/</sup>**

Indústria de transformação

%



Fontes: CNI e FGV

1/ Séries com ajuste sazonal.

Na margem, a indústria recuou 3,7% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao terminado em outubro de 2015, quando havia decrescido 3,8%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da PIM-PF. A produção da indústria extrativa retraiu 12,5%, evolução associada, em parte, aos impactos do acidente ambiental ocorrido em Minas Gerais, em novembro de 2015, sobre a produção de minério de ferro. A produção da indústria de transformação contraiu 3,2%, com recuos em vinte das 23 atividades pesquisadas, com destaque para outros equipamentos de transporte, -9,7%, máquinas e equipamentos, -8,4%, e fumo, -7,5%. Houve recuo trimestral na produção de todas as categorias de uso: bens de capital, 8,7%; bens de consumo duráveis, 4,2%; bens intermediários, 3,7%; e bens de consumo não-duráveis, 0,1%.

O pessoal ocupado assalariado na indústria e a folha de pagamento real registaram recuos respectivos de 1,9% e 3,6% no trimestre finalizado em dezembro de 2015, em relação ao encerrado em setembro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação recuou 0,7 p.p., para 74,2%, no trimestre finalizado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro de 2015, considerados dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Ocorreram reduções no Nuci nas indústrias de bens de capital (4,1 p.p.), de bens de consumo não duráveis (0,7 p.p.) e de bens intermediários (0,3 p.p.), e aumento de 0,4 p.p. no da indústria de bens duráveis.

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, recuou 7,6 pontos, para 118,2 pontos<sup>1/</sup>, no trimestre encerrado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro de 2015, considerados dados dessazonalizados. A retração, indicativa de ajuste nos estoques, repercutiu reduções nos indicadores das indústrias de bens de consumo não duráveis (9,8 pontos), de bens de capital (1,9 ponto) e de bens intermediários (0,6 pontos), e aumento de 3,5 pontos no da indústria de bens de consumo duráveis.

O Índice de Confiança da Indústria<sup>2/</sup> (ICI) atingiu média de 75,5 pontos no trimestre encerrado em fevereiro (75,0 pontos no finalizado em novembro de 2015), segundo dados dessazonalizados da FGV. Houve recuos nos indicadores das indústrias de bens de consumo não duráveis (1,3 ponto), de bens intermediários (1,7 ponto) e de bens de consumo

1/ Média do trimestre. Valores acima de 100 pontos indicam estoques acima do planejado.

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

duráveis (2,4 pontos), e aumento no da indústria de bens de capital (0,7 ponto). Relativamente a fevereiro de 2015 o indicador recuou 10,2 pontos.

## Serviços

O volume de serviços recuou 3,6% em 2015 (aumento de 2,5% em 2014), segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE<sup>3</sup>, destacando-se as reduções nos segmentos outros serviços (9,0%), transporte e serviços auxiliares ao transporte (6,1%) e serviços prestados às famílias (5,3%).

O indicador decresceu 5,5% no trimestre finalizado em janeiro de 2016, em relação ao trimestre terminado em janeiro de 2015, ressaltando-se as reduções nos segmentos outros serviços (8,7%), serviços profissionais, administrativos e complementares (8,2%) e transporte, serviços auxiliares ao transporte e correios (7,1%).

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) aumentou 2,5% no trimestre finalizado em fevereiro de 2016, em relação ao terminado em novembro de 2015, de acordo com dados dessazonalizados da FGV. A variação repercutiu altas respectivas de 0,4% e 4,6% no ISA-S e no IE-S. O ICS recuou 17,4% comparativamente a igual trimestre de 2015 (ISA-S, -18,9%; IE-S, -14,8%).

## Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) recuou 1,49% no trimestre finalizado em janeiro, em relação ao encerrado em outubro, quando havia decrescido 1,40%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados<sup>4</sup>. O IBC-Br retraiu 6,7% em relação a igual trimestre do ano anterior e 4,6% em doze meses.

## 1.3 Mercado de trabalho

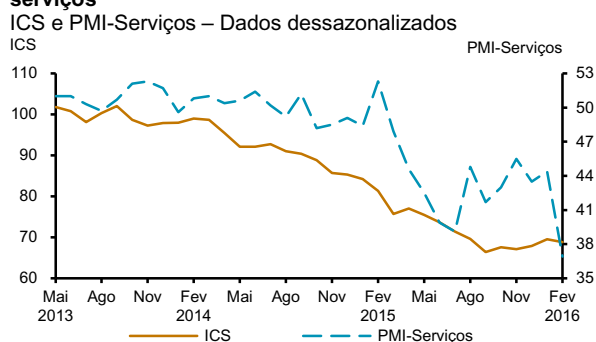
O mercado de trabalho, conforme esperado, intensificou o processo de distensão, nos meses recentes, expresso em

**Tabela 1.3 – Volume de serviços**

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2015		2016	
	Out	Nov	Dez	Jan
Total	-4,7	-5,7	-5,7	-5,5
Serviços prestados às famílias	-6,5	-6,0	-6,2	-6,0
Serviços de informação e comunicação	-1,2	-2,8	-2,6	-2,2
Serviços profissionais, administrativos e complementares	-6,9	-7,4	-7,7	-8,2
Transportes, serviços auxiliares do transporte e correios	-5,8	-7,2	-7,3	-7,1
Outros serviços	-12,1	-10,5	-10,7	-8,7

Fonte: IBGE

**Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços**



Fontes: FGV e Markit

**Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central**

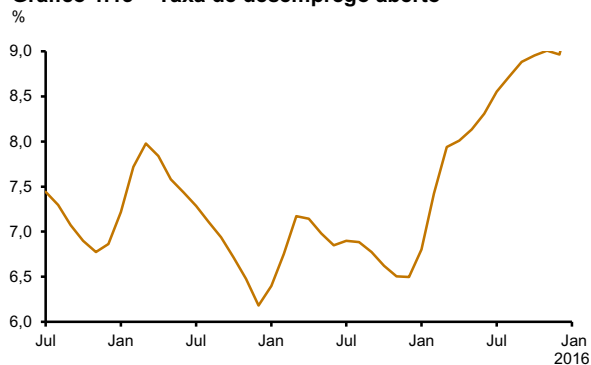


3/ Em outubro de 2015 o IBGE iniciou a divulgação dos dados de volume de serviços, retroativo a janeiro de 2012.

4/ O IBC-Br passou a ser calculado de acordo com nova metodologia, descrita no box: Revisão metodológica do IBC-Br, divulgado neste Relatório de Inflação.

**Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto**

Fonte: IBGE (PME)

**Gráfico 1.13 – Taxa de desemprego aberto**

Fonte: IBGE (PNADC)

**Tabela 1.4 – Evolução do emprego formal**

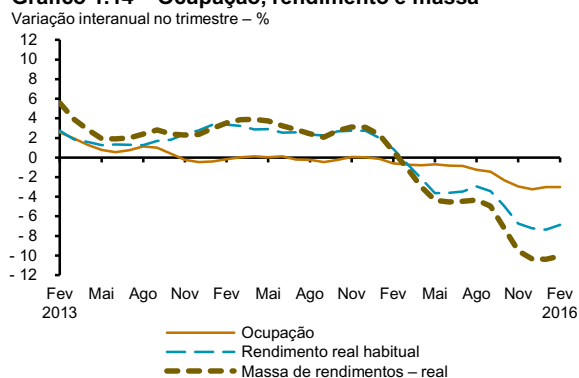
Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2015		2016	
	Trim <sup>2/</sup>	Ano <sup>3/</sup>	Trim <sup>2/</sup>	Ano <sup>3/</sup>
Total	-639,7	-84,2	-800,5	-204,3
Indústria de transformação	-142,3	29,4	-235,6	-42,7
Comércio	-142,7	-128,2	-164,0	-125,3
Serviços	-103,6	45,1	-207,3	-26,3
Construção civil	-167,6	-35,6	-122,4	-19,7
Agropecuária	-64,1	-0,0	-53,8	5,1
Serviços ind. de util. pública	-1,3	-0,1	-3,9	-2,0
Outros <sup>1/</sup>	-18,0	5,1	-13,6	6,7

Fonte: MTPS

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Trimestre encerrado em fevereiro/2016.

3/ Acumulado no ano até fevereiro/2016.

**Gráfico 1.14 – Ocupação, rendimento e massa**

Fonte: PME/IBGE

aumento da taxa de desemprego e reduções de postos formais e de rendimentos do trabalho.

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 7,6% no trimestre encerrado em fevereiro de 2016 (5,1% em igual período de 2015). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego totalizou 8,0% no trimestre (7,8% no trimestre encerrado em novembro), resultado de recuos trimestrais de 0,5% na população ocupada e de 0,3% na população economicamente ativa.

A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do IBGE, de âmbito nacional, atingiu 9,5% no trimestre encerrado em janeiro de 2016 (9,0% no trimestre encerrado em outubro de 2015 e 6,8% no trimestre encerrado em janeiro de 2015). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu, na ordem, 55,5%, 56,1% e 56,7%, nos períodos mencionados.

A economia do país eliminou 800,5 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em fevereiro de 2016 (639,7 mil em igual período de 2015), segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Previdência Social (MTPS). Destacaram-se os cortes na indústria de transformação (235,6 mil), construção civil (122,4 mil), comércio (164,0 mil) e no setor de serviços (207,3 mil). Em 2015, foram extintas 1,6 milhão de vagas, maior redução anual desde o início da série, em 1985.

O rendimento médio real habitualmente recebido no trabalho principal recuou 6,9% no trimestre encerrado em fevereiro de 2016, em relação a igual intervalo em 2015, segundo a PME. Destacaram-se as reduções na construção civil (11,0%), na indústria (8,0%) e no comércio (7,4%). A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, recuou 10,0% no período.

Considerados os dados da PNAD Contínua, o rendimento médio habitual de todos os trabalhos no trimestre encerrado em janeiro de 2016 registrou reduções reais de 0,5% e de 2,5% em relação ao trimestre encerrado em outubro de 2015 e no trimestre encerrado em janeiro de 2015, respectivamente. A massa salarial real habitual de todos os trabalhos recuou, na ordem, 0,9% e 3,1%, nas mesmas bases de comparação.

**Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto**

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2014 IV Tri	2015			
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	
PIB a preços de mercado	0,1	-0,8	-2,1	-1,7	-1,4
Agropecuária	0,8	4,7	-3,6	-3,0	2,9
Indústria	0,0	-1,6	-3,5	-1,9	-1,4
Serviços	0,1	-1,0	-1,1	-1,1	-1,4
Consumo das famílias	1,2	-2,1	-2,2	-1,5	-1,3
Consumo do governo	-0,6	-0,7	0,4	0,3	-2,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-0,9	-3,2	-7,4	-4,4	-4,9
Exportação	-11,5	13,6	3,1	-2,4	-0,4
Importação	-6,2	-0,1	-8,3	-7,2	-5,9

Fonte: IBGE

**Tabela 1.6 – Produto Interno Bruto**

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2014 IV Tri	2015			
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	
Agropecuária	2,2	5,4	2,2	-2,0	0,6
Indústria	-2,1	-4,4	-5,7	-6,7	-8,0
Extrativa mineral	10,4	12,5	8,2	4,2	-4,1
Transformação	-6,0	-7,3	-8,1	-11,3	-12,0
Construção civil	-2,2	-8,3	-10,6	-6,3	-5,2
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-4,4	-6,6	-1,6	1,5	1,4
Serviços	-0,3	-1,4	-1,8	-2,9	-4,4
Comércio	-1,8	-5,9	-7,1	-9,9	-12,4
Transporte, armazenagem e correio	1,7	-4,0	-5,2	-7,7	-9,0
Serviços de informação	2,5	3,5	-0,1	-1,5	-3,0
Intermediação financeira, seguros, previdência com- plementar e serviços relacionados	0,8	0,7	0,1	0,4	-0,4
Outros serviços	-1,0	-1,2	-2,0	-3,5	-4,4
Atividades imobiliárias e aluguel	0,9	0,1	0,8	0,3	0,0
Administração, saúde e educação públicas	-0,6	-0,4	0,5	0,9	-1,2
Valor adic. a preços básicos	-0,7	-1,7	-2,5	-3,8	-5,0
Impostos sobre produtos	-0,4	-3,8	-5,9	-8,3	-11,0
PIB a preços de mercado	-0,7	-2,0	-3,0	-4,5	-5,9
Consumo das famílias	1,7	-1,5	-3,0	-4,5	-6,8
Consumo do governo	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-2,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-6,9	-10,1	-12,9	-15,0	-18,5
Exportação	-10,7	3,3	7,7	1,1	12,6
Importação	-4,4	-5,0	-11,5	-20,0	-20,1

Fonte: IBGE

## 1.4 Produto Interno Bruto

O PIB recuou 1,4% no quarto trimestre de 2015, em relação ao trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. Sob a ótica da oferta, ocorreram variações de 2,9% na agropecuária e de -1,4% na indústria e no setor de serviços. O desempenho do setor industrial foi impactado pelo desempenho negativo nas indústrias de transformação (2,5%) e extrativa (6,6), mitigado pelo efeito do crescimento da construção civil (0,4%) e da produção e distribuição de eletricidade, gás e água (1,7%).

A análise da demanda evidencia o processo de ajuste em curso na economia do país. Nesse cenário, ocorreram retrações trimestrais no consumo das famílias, 1,3%; no consumo do governo, 2,9%; e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 4,9%. Como consequência da depreciação da taxa de câmbio e das reduções nos gastos de consumo e investimento, as importações retraíram 5,9% no trimestre, enquanto as exportações recuaram 0,4%.

O PIB variou -3,8% em 2015, evolução decorrente de retrações nas atividades da indústria (6,2%) e do setor de serviços (2,7%), e de aumento de 1,8% na produção agropecuária. O desempenho do setor secundário foi influenciado pelas retrações nas indústrias de transformação (9,7%) e da construção civil (7,6%), e na produção e distribuição de eletricidade, gás e água (1,4%), contrabalançadas pelo aumento de 4,9% na produção da indústria extrativa. O recuo no setor terciário esteve associado, em especial, aos desempenhos negativos nos segmentos do comércio (8,9%), transporte, armazenagem e correio (6,5%) e outros serviços (2,8%).

No âmbito da demanda, a retração do PIB em 2015 refletiu as contribuições do componente interno (-6,5 p.p.), resultante de recuos respectivos de 4,0%, 1,0% e 14,1% no consumo das famílias, no consumo do governo e na FBCF; e do setor externo (2,7 p.p.), decorrente de variações respectivas de 6,1% e -14,3% nas exportações e nas importações.

## 1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas variações de estoques, diminuíram 18,5% no quarto trimestre de 2015, em relação a igual período de 2014, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados



dessazonalizados, a FBCF recuou 4,9% em relação ao terceiro trimestre do ano – décima retração consecutiva nessa base de comparação –, acumulando retração de 25,5% desde o segundo trimestre de 2013. Os investimentos recuaram 14,1% em 2015, maior retração registrada na série, iniciada em 1996.

A absorção de bens de capital contraiu 25,1% em 2015, resultado de reduções na produção (25,5%), importação (18,2%) e exportação (1,1%) desses bens. O recuo na produção de bens de capital refletiu, principalmente, o desempenho negativo nas categorias produtoras de bens para a construção civil e de equipamentos de transporte e de uso misto. A produção de insumos típicos da construção civil diminuiu 12,9% no ano.

**Tabela 1.7 – Produção industrial**

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2015			
	Set	Out	Nov	Dez
Insumos da construção civil	-14,9	-16,6	-17,6	-18,3
Bens de capital	-30,5	-32,2	-31,7	-32,0
Típicamente industrializados	-2,9	-4,9	-6,6	-9,7
Agrícolas	-27,7	-28,4	-25,4	-27,8
Peças agrícolas	-24,9	-26,8	-27,6	-29,3
Construção	-55,5	-58,1	-58,3	-58,6
Energia elétrica	-18,8	-15,4	-12,4	-14,1
Equipamentos de transporte	-36,4	-38,1	-36,7	-35,2
Misto	-35,6	-36,2	-36,6	-37,2

Fonte: IBGE

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpAr) – somaram R\$135,9 bilhões em 2015, recuando 27,6% em relação a 2014. Houve decréscimos nos recursos destinados à indústria extrativa (43,0%), ao comércio e serviços (29,5%), à indústria de transformação (25,3%) e à agropecuária (18,3%), que representaram, na ordem, 1,2%, 62,8%, 25,9% e 10,1% dos desembolsos no período.

## 1.6 Conclusão

A retração registrada na economia brasileira em 2015 decorreu, em parte, dos ajustes macroeconômicos em curso, intensificados pelos desdobramentos de eventos não econômicos, entre os quais as repercussões da Operação Lava Jato sobre alguns setores da economia e, particularmente no quarto trimestre, pelo impacto do acidente ambiental em Minas Gerais que impactou a produção de minério de ferro.

Prospectivamente, emergem perspectivas de retomada da atividade em setores específicos da indústria, especialmente nos beneficiados por ganhos de competitividade decorrentes do ajuste cambial observado em 2015. Adicionalmente, a trajetória de acomodação de alguns indicadores de confiança, tanto de consumidores quanto de empresários, sinaliza ambiente mais favorável para o crescimento da atividade econômica no médio prazo.

## Revisão da Projeção do PIB para 2016

Este box atualiza as projeções do Banco Central para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2016, incorporando a evolução recente dos indicadores da atividade econômica.

**Tabela 1 – Produto Interno Bruto**  
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %	
	2015	2016
	IV Trî	IV Trî <sup>1/</sup>
Agropecuária	1,8	0,2
Indústria	-6,2	-5,8
Extrativa mineral	4,9	-4,7
Transformação	-9,7	-8,0
Construção civil	-7,6	-5,0
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	-1,4	1,0
Serviços	-2,7	-2,4
Comércio	-8,9	-7,0
Transporte, armazenagem e correio	-6,5	-5,6
Serviços de informação	-0,3	-1,0
Interm. financeira e serviços relacionados	0,2	-0,5
Outros serviços	-2,8	-3,1
Atividades imobiliárias e aluguel	0,3	-0,2
Administração, saúde e educação públicas	0,0	-0,2
Valor adicionado a preços básicos	-3,3	-3,0
Impostos sobre produtos	-7,3	-6,0
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,5</b>
Consumo das famílias	-4,0	-3,3
Consumo do governo	-1,0	-0,7
Formação Bruta de Capital Fixo	-14,1	-13,0
Exportação	6,1	6,0
Importação	-14,3	-15,0

Fonte: IBGE  
1/ Estimativa.

### Projeção para o PIB de 2016

A projeção para a retração anual do PIB em 2016 passou de 1,9%, no relatório anterior, para 3,5%.

A produção agropecuária deverá aumentar 0,2% no ano (1,8% em 2015 e 2,1% em 2014), destacando-se o impacto das variações projetadas, pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), para as safras de soja (4,9%), café (12,8%), cana-de-açúcar (-4,3%) e milho (-3,5%).

A atividade industrial deverá retrair 5,8% em 2016, terceiro recuo anual consecutivo. Estimam-se recuos de 8,0% para a produção da indústria de transformação e de 4,7% para a indústria extrativa, destacando-se o impacto da queda na produção de minério de ferro, devido à paralisação da atividade de uma das principais mineradoras do país, em Minas Gerais. A produção da construção civil deverá diminuir 5,0% no ano, evolução consistente com patamares reduzidos de indicadores de confiança dos consumidores e de empresários do setor. A distribuição de eletricidade, gás e água deverá crescer 1,0% (recuo de 1,4% em 2015).

Estima-se recuo de 2,4% para o setor terciário em 2016, destacando-se as projeções de contrações nos segmentos comércio (7,0%), transportes, armazenagem e correio (5,6%) e outros serviços (3,1%).

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projeta-se redução de 3,3% para o consumo das famílias (-4,0% em 2015), trajetória consistente

com o cenário de distensão no mercado de trabalho e nos rendimentos reais, e com o crescimento modesto esperado para o mercado de crédito. O consumo do governo, evidenciando a continuidade do ajuste fiscal em curso, deverá recuar 0,7% em 2016 (-1,0% em 2015). A retração da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), influenciada, em parte, pelo corte de gastos públicos, pelo reduzido nível de utilização da capacidade instalada da indústria e pelo nível deteriorado da confiança dos empresários, está projetada em 13,0%, terceiro recuo anual consecutivo. Esse resultado é compatível com o desempenho negativo estimado para a construção civil e para a absorção de bens de capital.

As exportações e as importações de bens e serviços devem variar 6,0% e -15,0% em 2016 (6,1% e -14,3%, respectivamente, em 2015). A projeção para as vendas externas reflete o patamar elevado da produção de culturas agrícolas importantes na pauta de exportações e o maior dinamismo esperado para as exportações de bens industriais, que deverão ser favorecidas pelos ganhos de competitividade decorrentes da depreciação do real. A retração nas importações repercute o ambiente de retração no consumo e no investimento, e a depreciação do real. Nesse cenário, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2016 são estimadas em -6,4 p.p. e 2,9 p.p., respectivamente.

## Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) – revisão metodológica

---

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br)<sup>1</sup>, divulgado a partir de março de 2010, tem como objetivo refletir a evolução contemporânea da atividade econômica do país e contribuir para a elaboração de estratégia de política monetária. Este boxe apresenta metodologia atualizada para o cálculo do IBC-Br, que incorpora novos indicadores – destacando-se a utilização da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) em substituição à Pesquisa Mensal de Emprego (PME) e a ampliação do uso da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) – e o aperfeiçoamento metodológico do Sistema de Contas Nacionais – Referência 2010 (SCN 2010-Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE)<sup>2</sup>.

Assim como na versão anterior, o IBC-Br é construído com base em *proxies* representativas do volume da produção da agropecuária, da indústria e do setor de serviços, e do volume de impostos. Essas *proxies* são agregadas com pesos derivados, em especial, das tabelas de recursos e usos do Sistema de Contas Nacionais (IBGE). Também são utilizadas outras informações de caráter estrutural, como as obtidas na Pesquisa Industrial Anual (PIA-IBGE), na Pesquisa Anual de Serviços (PAS-IBGE) e na Produção Agrícola Municipal (PAM-IBGE).

As fontes e a metodologia de cálculo de cada componente do IBC-Br são apresentadas, resumidamente, a seguir.

- 1) Agropecuária: a produção agrícola é estimada com base no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA-IBGE) ou, quando disponível, na PAM-IBGE. O crescimento anual das culturas é distribuído mês a mês de acordo com a sazonalidade

---

1/ Ver boxe Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), no Relatório de Inflação de março de 2010. A série do IBC-Br possui periodicidade mensal e inicia-se em janeiro de 2003.

2/ A série do IBC-Br, calculada segundo a metodologia apresentada neste boxe, será disponibilizada a partir da divulgação deste Relatório de Inflação e retroagirá ao período 2013-2015. Estas séries serão adicionadas ao Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central sob os códigos 24363 e 24364 (sem e com ajuste sazonal, respectivamente). As séries antigas do IBC-Br 17439 e 17632 (sem e com ajuste sazonal, respectivamente), que não incorporam as revisões metodológicas descritas neste boxe, serão mantidas no SGS para consulta pública e não mais serão atualizadas.

das safras do Censo Agropecuário de 2006 (IBGE); a produção de origem animal tem como fontes a Pesquisa Trimestral do Abate de Animais, a Pesquisa da Produção de Ovos de Galinha e a Pesquisa Trimestral do Leite, todas produzidas e divulgadas pelo IBGE;

- 2) Indústria de transformação e extrativa: os índices de volume são construídos a partir da Pesquisa Industrial Mensal (PIM-IBGE) e de dados do setor de petróleo publicados pela Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP); quando disponível, incorpora-se a PIM na sua abertura compatível com a estrutura de produtos do SCN 2010, publicada pelo IBGE apenas após o fim de cada trimestre;
- 3) Produção e distribuição de eletricidade: o índice de volume é construído a partir de dados de geração de energia elétrica divulgados pelo Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS);
- 4) Construção: o volume de produção é estimado a partir da evolução da massa salarial dos trabalhadores da construção (PNAD Contínua-IBGE) e dos insumos típicos da construção civil (PIM-IBGE);
- 5) Comércio: o índice de volume de comércio deriva, em grande medida, da estimativa da margem de comércio por produto, que depende tanto da produção interna quanto da importação de bens; os indicadores para a produção interna são os descritos nos itens anteriores, enquanto para a importação de bens utiliza-se o índice de *quantum* da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex); a este cálculo de margem é agregado um segundo componente, mais diretamente ligado à demanda (Pesquisa Mensal do Comércio – PMC/Comércio ampliado-IBGE);
- 6) Serviços de informação, transporte, armazenagem e correio: os indicadores de volume são calculados com base na PMS-IBGE;
- 7) Intermediação financeira: o indicador de volume mantém a metodologia descrita no box anterior, em que um componente representativo dos serviços de intermediação financeira indiretamente



medidos (SIFIM) é agregado a um componente representativo dos serviços medidos diretamente (tarifas bancárias).

- 8) Outros serviços:
  - a. Serviços domésticos: população ocupada em serviços domésticos (PNAD Contínua-IBGE);
  - b. Atividades de organizações associativas: população ocupada em atividades de organizações associativas (PNAD Contínua-IBGE);
  - c. Alojamento e alimentação: a estimativa de volume agrega (i) o subíndice da PMS-IBGE para alojamento e alimentação e (ii) a evolução da população ocupada em serviços de alimentação (PNAD Contínua-IBGE);
  - d. Reparação e manutenção de equipamentos de informática e comunicação e de objetos pessoais e domésticos: população ocupada nessas atividades (PNAD Contínua-IBGE);
  - e. Outros serviços prestados às famílias: agrega (i) o subíndice da PMS-IBGE para outros serviços prestados às famílias e (ii) a população ocupada em serviços de arte, cultura, esporte e recreação e em serviços pessoais (PNAD Contínua-IBGE);
  - f. Serviços tipicamente prestados às empresas: agrega (i) modelo baseado na demanda por serviços tipicamente prestados às empresas, que segue em grande medida o consumo intermediário das atividades, e (ii) o subíndice da PMS para serviços profissionais, administrativos e complementares;
  - g. Educação mercantil: calculado a partir do número de matrículas na rede privada divulgado pelo Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (Inep);
  - h. Saúde mercantil: construído a partir do tempo total de internações e da produção ambulatorial nos hospitais privados, divulgados pelo Ministério da Saúde (Departamento de Informática do Sistema Único de Saúde – DATASUS).
- 9) Administração, saúde e educação públicas:
  - a. Educação pública: calculada a partir do número de matrículas na rede pública divulgado pelo Inep;
  - b. Saúde pública: construído a partir do tempo total de internações e da produção ambulatorial

nos hospitais públicos, divulgados no DATASUS;

c. Administração pública e seguridade social: população ocupada na administração pública (PNAD Contínua-IBGE)<sup>3</sup>;

10) Atividades imobiliárias e aluguéis: utiliza modelo econométrico univariado, substituído, quando disponível, pelo valor efetivamente estimado pelo IBGE para a atividade;

11) Impostos sobre produtos: de forma similar ao comércio, depende em grande medida da estimativa da margem de impostos por produto; ao cálculo de margem, dependente da produção interna e da importação, é agregado um indicador do comércio ampliado (PMC-IBGE), associado mais diretamente às condições de demanda.

O ajuste sazonal do IBC-Br também foi modificado, com o objetivo principal de controlar mais diretamente o efeito de feriados nacionais sobre as variações da série. A especificação do ajuste, que passa a utilizar o software X13-ARIMA-SEATS<sup>4</sup>, pode ser encontrada nos metadados das novas séries do indicador.

Em adição às alterações metodológicas e de ajuste sazonal, o IBC-Br revisado incorporou dados mais recentes das pesquisas anuais do IBGE (PAM, PIA, PAS) e das Tabelas de Recursos e Usos de 2012 e 2013 (SCN 2010-IBGE). A incorporação, no cálculo do IBC-Br, dessas informações de caráter mais estrutural ocorre tipicamente ao final de cada ano, ocasionando revisões na série do indicador mesmo na ausência de alterações metodológicas.

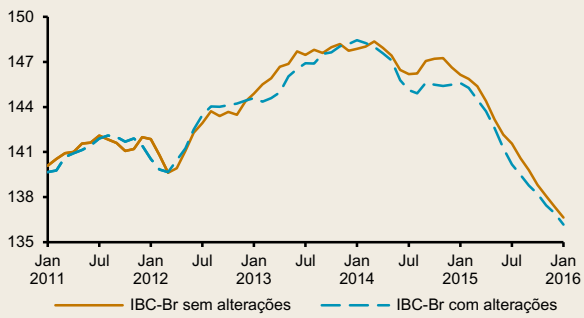
Ressalte-se que a série divulgada do IBC-Br passa por revisões frequentes, em geral concentradas nos meses recentes, consequência (i) da incorporação de dados revisados por suas fontes primárias, caso, por exemplo, das informações da LSPA; e (ii) da substituição de valores estimados por valores definitivos, como no caso dos agregados populacionais da PNAD Contínua, cujos microdados, mais completos, são divulgados apenas com periodicidade trimestral.

3/ A partir de janeiro 2015. Para o período anterior utilizou-se o mesmo agregado da PME.

4/ Evolução do software X12-ARIMA, o X13-ARIMA SEATS é um software para ajuste sazonal produzido, distribuído e mantido pelo *Census Bureau* norte americano.

### Gráfico 1 – Evolução do IBC-Br

Média móvel de 3 meses com ajuste sazonal  
2002 = 100



Fonte: Banco Central

Vale destacar que o aperfeiçoamento na metodologia do IBC-Br, embora represente avanços operacionais relevantes, não resultou em alterações acentuadas em sua trajetória, conforme observado no Gráfico 1.

A inflação ao consumidor – impactada por aumentos sazonais nos preços de alimentos e serviços, por repasses, ainda que menores, da depreciação cambial e pela elevação de tributos – registrou aumento no trimestre terminado em fevereiro. Ressalte-se que, na margem, a inflação ao consumidor arrefeceu em fevereiro, movimento que deverá persistir nos próximos meses.

A variação trimestral dos índices de preços ao produtor, embora persista em patamar elevado, desacelerou no trimestre. Essa evolução repercutiu, em especial, a redução dos efeitos da depreciação cambial sobre os preços dos produtos industriais e agropecuários.

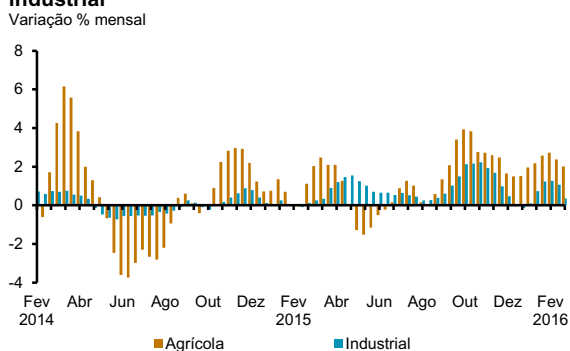
## 2.1 Índices gerais

**Tabela 2.1 – Índices gerais de preços**

Discriminação	Variação % mensal				
	2015			2016	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IGP-DI	1,76	1,19	0,44	1,53	0,79
IPA	2,38	1,41	0,33	1,63	0,84
IPC-Br	0,76	1,00	0,88	1,78	0,76
INCC	0,36	0,34	0,10	0,39	0,54

Fonte: FGV

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

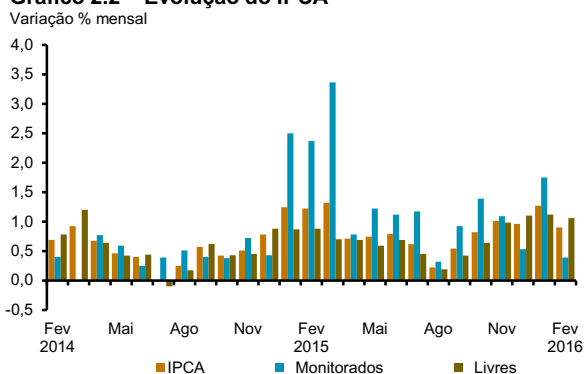


O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 2,79% no trimestre terminado em fevereiro de 2016 (4,44% no finalizado em novembro de 2015). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) recuou de 5,92% para 2,82%, contrastando com os aumentos nas do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,19% para 3,46%, e do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 0,92% para 1,04%.

A desaceleração do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) refletiu o arrefecimento na inflação dos produtos industriais, de 4,78% para 1,46% (produtos alimentícios e bebidas, de 9,61% para 2,93%; produtos derivados do petróleo e álcool, de 6,94% para -0,73%; açúcar, de 42,16% para 12,02%); e dos agropecuários, de 8,88% para 6,24% (soja, de 8,55% para -2,52%; batata-inglesa, de 66,41% para -7,72%; aves, de 12,30% para -4,64%). Considerados períodos de doze meses, os preços industriais e agropecuários aumentaram 11,20% e 18,83%, respectivamente, em fevereiro (9,95% e 14,72%, na ordem, em novembro).

A aceleração do IPC no trimestre resultou, em especial, de aumentos nas variações dos preços nos itens cursos formais

**Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA**



Fontes: IBGE e Banco Central

**Tabela 2.2 – Preços ao consumidor**

Discriminação	Variação % mensal				
	2015			2016	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA	0,82	1,01	0,96	1,27	0,90
Livres	0,64	0,98	1,10	1,12	1,06
Comercializáveis	0,99	1,14	0,91	0,92	1,06
Não comercializáveis	0,34	0,85	1,26	1,28	1,07
Serviços	0,62	0,46	0,97	0,66	1,05
Monitorados	1,39	1,09	0,53	1,75	0,39

Fontes: IBGE e Banco Central

**Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados**

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2015			2016		
		Out	Nov	Dez	Jan	Fev	No ano
IPCA	100,00	0,82	1,01	0,96	1,27	0,90	2,18
Livres	75,61	0,64	0,98	1,10	1,12	1,06	2,19
Monitorados	24,39	1,39	1,09	0,53	1,75	0,39	2,15
Principais itens							
Gás encanado	0,07	0,46	-0,17	-0,03	4,10	-0,35	3,74
Ônibus urbano	2,65	0,10	1,11	0,20	5,61	2,61	8,37
Água e esgoto	1,45	-0,04	0,40	0,10	0,94	1,72	2,68
Plano de saúde	3,31	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	2,13
Gasolina	4,11	5,05	3,21	1,26	1,88	0,55	2,44
Pedágio	0,11	0,03	0,40	0,92	0,10	0,00	0,10
Remédios	3,19	0,15	0,02	0,25	0,28	0,27	0,55
Energia elétrica	4,03	0,87	0,98	0,34	1,61	-2,16	-0,58
Gás veicular	0,11	1,28	0,14	0,53	0,29	-0,37	-0,08
Gás de bujão	1,20	3,27	0,81	0,13	-0,09	-0,57	-0,66
Óleo diesel	0,15	3,26	1,76	0,52	0,95	0,50	1,45

Fontes: IBGE e Banco Central

(de 0,00% para 10,31%), hortaliças e legumes (de 1,03% para 28,27%), frutas (de 5,72% para 20,04%) e transporte público urbano (de 2,38% para 8,25%). A evolução do INCC refletiu aumento na variação dos preços de mão de obra (de 0,00% para 0,85%) e arrefecimento da inflação de materiais e serviços (1,97% para 1,24%).

No acumulado em doze meses, o IGP-DI aumentou 11,93% em fevereiro (10,64% em novembro e 3,74% em fevereiro de 2015).

## 2.2 Índices de preços ao consumidor

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 3,16% no trimestre encerrado em fevereiro (2,39% no terminado em novembro de 2015), resultado de aceleração dos preços livres (de 2,05% para 3,32%) e desaceleração dos monitorados (de 3,44% para 2,69%). Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 10,48%, em novembro, para 10,36%, em fevereiro, em razão de desaceleração dos preços monitorados, de 17,95% para 14,94%, e de aceleração dos livres, de 8,28% para 8,97%.

A aceleração dos preços livres no trimestre foi impactada por pressões associadas à depreciação do câmbio e a aumentos de tributos, principalmente Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), evidenciadas em elevações nas variações dos preços dos bens comercializáveis, de 2,61% para 2,92% (cigarro, 5,77%; e aparelhos eletroeletrônicos, 3,54%) e dos não comercializáveis, de 1,58% para 3,65%, esses influenciados, em especial, por fatores sazonais (cursos regulares, 7,43%; e alimentos *in natura*, 18,35%).

Os preços dos serviços aumentaram 2,70% no trimestre encerrado em fevereiro (1,76% no finalizado em novembro de 2015), com destaque para a aceleração sazonal nos preços de cursos regulares. Em doze meses, os preços dos serviços desaceleraram de 8,34% em novembro para 7,85% em fevereiro.

Ressalte-se que a influência do ciclo econômico sobre os preços de serviços mitigou os efeitos de pressões de custos e de mecanismos de indexação, conforme esperado. Esse movimento tornou-se mais evidente em fevereiro, quando a inflação em doze meses dos itens aluguel residencial,

empregado doméstico, alimentação fora do domicílio, mão de obra e cursos diversos recuou 0,73 p.p., 0,89 p.p., 0,94 p.p., 1,25 p.p. e 1,66 p.p., respectivamente, em relação a novembro.

A desaceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, o impacto da redução da inflação de gás de botijão, gasolina e energia elétrica residencial, apesar do reajuste de 8,58% nas tarifas de ônibus urbano.

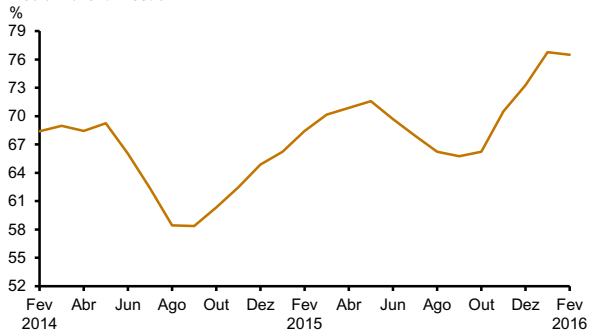
Ainda no âmbito dos preços monitorados, a influência da redução do custo de energia elétrica – observada inicialmente no resultado de fevereiro – prosseguirá nos próximos meses, em resposta ao acionamento das bandeiras tarifárias amarela, em março, e verde, em abril. Ressalte-se que, no agregado, esses efeitos tendem a ser atenuados pelas regras mais rígidas para concessão de bônus na tarifa de água e esgoto na região metropolitana de São Paulo, e pela expectativa de que os reajustes nos preços de medicamentos superem os efetuados em anos anteriores.

A média mensal do índice de difusão do IPCA atingiu 76,50% no trimestre encerrado em fevereiro (70,51% e 68,45% nos trimestres finalizados em novembro e em fevereiro de 2015, respectivamente).

**Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA**

Proporção do número de subitens com aumentos

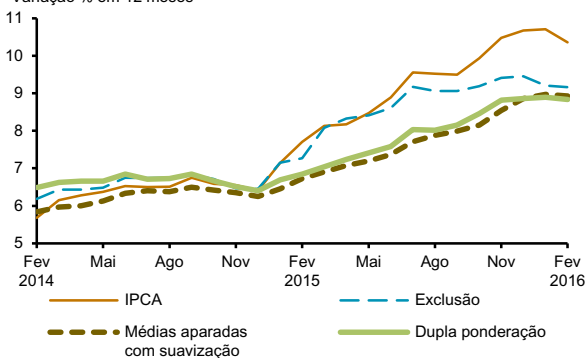
Média móvel trimestral



Fonte: IBGE

**Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação**

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

**Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos**

Discriminação	Variação % mensal				
	2015			2016	
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
IPCA (cheio)	0,82	1,01	0,96	1,27	0,90
Exclusão <sup>1/</sup>	0,63	0,59	0,88	0,62	1,00
Exclusão <sup>2/</sup>	0,53	0,53	0,77	0,93	0,86
Médias aparadas com suavização	0,66	0,75	0,78	0,84	0,73
Médias aparadas sem suavização	0,61	0,65	0,69	0,87	0,69
Dupla ponderação	0,73	0,71	0,72	0,86	0,78
IPC-Br (cheio)	0,76	1,00	0,88	1,78	0,76
Médias aparadas	0,76	0,69	0,79	0,89	0,76

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 veiculares).

5/ 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.

## 2.3 Núcleos

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, variou 2,57% no trimestre encerrado em fevereiro (1,62% no finalizado em novembro de 2015). A variação do núcleo atingiu 9,15% no período de doze meses terminado em fevereiro (9,41% em novembro).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 2,50% no período (1,78% no trimestre terminado em novembro) e 7,40% no intervalo de doze meses até fevereiro (7,33% até novembro).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização<sup>5</sup> variou 2,38% no trimestre finalizado em fevereiro (2,06% no encerrado em novembro), e o sem suavização, 2,28% (1,75% em novembro). Em doze meses até fevereiro, esses



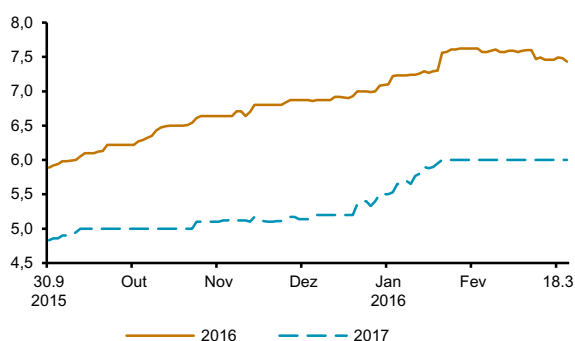
núcleos variaram 8,94% e 7,91%, respectivamente (8,55% e 7,69%, na ordem, em novembro).

O núcleo de dupla ponderação<sup>6</sup> aumentou 2,39% no trimestre (2,15% no encerrado em novembro). O indicador acumulou variação de 8,85% no período de doze meses finalizado em fevereiro, ante 8,82% no encerrado em novembro.

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 2,46% no trimestre finalizado em fevereiro (1,88% no terminado em novembro). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 8,53% em fevereiro e 8,07% em novembro.

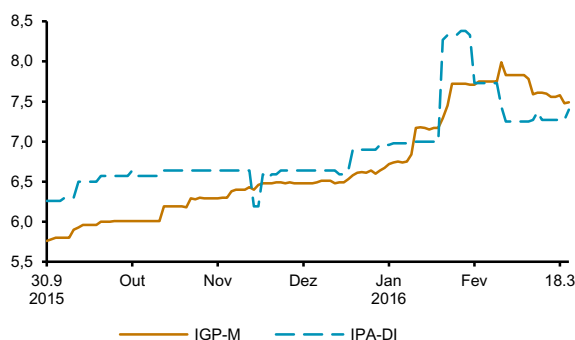
**Gráfico 2.5 – IPCA**

Medianas (%)



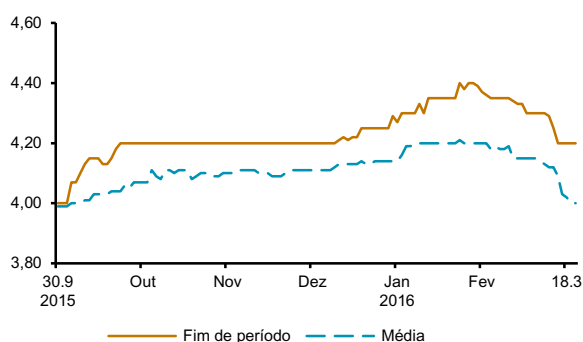
**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas (%)



**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)



## 2.4 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 18 de março, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2016 aumentou de 6,87%, ao final de dezembro, para 7,43%, e a mediana das projeções para 2017 passou de 5,20% para 6,00%. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – diminuiu de 6,94% para 6,60% no mesmo período.

As medianas das estimativas para as variações do Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) em 2016 e em 2017 situaram-se, na ordem, em 7,49% e 5,50% em 18 de março (6,51% e 5,2%, respectivamente, ao final de dezembro), e as relativas ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiram 7,40% e 5,50% (6,64% e 5,00%, respectivamente, ao final de dezembro).

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2016 e em 2017 atingiram, na ordem, 7,20% e 5,58% (7,50% e 5,50%, respectivamente, ao final de dezembro).

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2016 e de 2017 atingiram R\$4,20/US\$ e R\$4,30/US\$, respectivamente, em 18 de março (R\$4,21/US\$ e R\$4,20/US\$, respectivamente, ao final de dezembro). As medianas das projeções para a taxa de câmbio média de 2016 e de 2017 situaram-se, na ordem, em R\$4,00/US\$ e R\$4,20/US\$ (R\$4,13/US\$ e R\$4,10/US\$, respectivamente, em 31 de dezembro).

6/ 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.

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

	30.9.2015		31.12.2015		18.3.2016	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Em percentual						
IPCA	5,89	4,83	6,87	5,20	7,43	6,00
IGP-M	5,76	5,24	6,51	5,20	7,49	5,50
IPA-DI	6,26	5,00	6,64	5,00	7,40	5,50
Preços administrados	6,00	5,00	7,50	5,50	7,20	5,58
Selic (fim de período)	12,50	11,00	15,25	12,50	14,25	12,50
Selic (média do período)	13,63	11,16	15,38	12,85	14,25	12,83
PIB	-1,00	1,07	-2,95	1,00	-3,60	0,44
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	4,00	4,00	4,21	4,20	4,20	4,30
Câmbio (média do período)	3,99	4,00	4,13	4,10	4,00	4,20

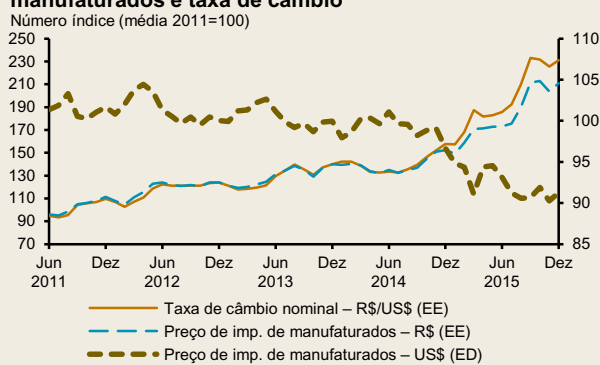
## 2.5 Conclusão

A despeito de sinais de esgotamento do processo de realinhamento de preços monitorados, a inflação ao consumidor seguiu em aceleração no trimestre encerrado em fevereiro, evidenciando os efeitos remanescentes da depreciação cambial, do aumento de tributos e de pressões sazonais nos grupos alimentação e educação. Ressalte-se que, na margem, a variação dos índices de preços sinaliza arrefecimento do processo inflacionário nos próximos meses.

Ainda que a indexação de preços represente risco relevante, a continuidade do arrefecimento dos preços monitorados, a reversão da alta de preços de produtos *in natura*, o menor dinamismo da atividade econômica e os efeitos defasados dos ajustes já implementados na política monetária deverão favorecer a desaceleração da inflação nos próximos meses. Consideradas variações acumuladas em doze meses, esse processo tende a ser reforçado pelo descarte das elevadas taxas mensais registradas na primeira metade de 2015.

# Preços de Importação de Bens Manufaturados, Câmbio e Impactos sobre os Preços de Bens Comercializáveis no IPCA

**Gráfico 1 – Preço de importação de produtos manufaturados e taxa de câmbio**



Os preços de importação de bens manufaturados, em reais<sup>1</sup>, cresceram 59,4% de julho de 2014 a dezembro de 2015, enquanto a depreciação nominal do real atingiu 74,0%, evidenciando recuo de 8,4% nos preços mencionados em dólar (Gráfico 1).

Considerando que a melhor compreensão do repasse do câmbio aos preços de importação e ao consumidor permite antecipar pressões inflacionárias futuras derivadas de movimentos similares, este box examina o movimento recente dos preços de importação de manufaturados<sup>2</sup> e mensura sua contribuição para reduzir o impacto do câmbio sobre os preços de bens comercializáveis no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)<sup>3</sup>.

A variação dos preços de importação de manufaturados ( $PI_t$ ), quando mensurada na moeda do país importador, pode ser explicada por variações da taxa de câmbio nominal ( $E_t$ ) e do custo marginal de produção nos países exportadores, acrescido de um *mark-up* (Campa & Goldberg, 2005; Yanamandra, 2015). Assumindo que variações no custo marginal de países exportadores são transmitidas aos índices de preços locais ( $P_t^*$ ) e que alterações de *mark-up*, neste caso específico, refletem a situação econômica no país importador ( $Y_t$ ) e a taxa de câmbio, o modelo de estimação pode ser escrito da seguinte forma:

$$\Delta \ln PI_t = \alpha + \sum_{i=0}^k \beta_i \Delta \ln E_{t-k} + \sum_{i=0}^k \delta_i \Delta \ln P_{t-k}^* + \varphi_i \Delta \ln Y_t + \varepsilon_t$$

Na equação,  $\beta_0$  e  $\sum_{i=0}^k \beta_i$  podem ser interpretados, respectivamente, como os coeficientes de repasse de curto e longo prazo do câmbio aos preços de importação.

- 1/ Para calcular o índice de preços de importação de manufaturados em reais, ponderou-se os índices de preços de produtos manufaturados de setores específicos da Classificação Nacional das Atividades Econômicas (CNAE) pelo valor de importação em dólar de cada uma destas categorias (dados disponibilizados pela Funcex) e, em seguida, multiplicou-se o agregado pela taxa de câmbio nominal do real frente ao dólar.
- 2/ Importante destacar que a análise é válida apenas para a taxa de câmbio do real frente ao dólar. O dólar foi considerado, neste caso, a “moeda veículo” para precificação da importação no Brasil, o que é respaldado pelo fato de que cerca de 85% do valor total das importações do país, de 2007 a 2011, utilizaram o dólar como referência (Reiss, 2015).
- 3/ Note que a transmissão da variação cambial tipicamente ocorre em dois estágios. No primeiro, movimentos da taxa de câmbio são transmitidos aos preços dos produtos importados. No segundo estágio, mudanças nos preços dos importados são transmitidas para os preços no varejo e ao consumidor.

O modelo, estimado para o Brasil no período compreendido entre janeiro de 2003 a dezembro de 2015<sup>4</sup>, onde  $PI_t$  = preço de importação de manufaturados em reais;  $E_t$  = taxa de câmbio nominal do real frente ao dólar<sup>5</sup>;  $P_t^*$  = índice de preços ao consumidor mundial; e  $Y_t$  = IBC-Br, gera coeficientes médios de repasse do câmbio aos preços de importação de manufaturados de 0,89 no curto prazo e de 0,87 no longo prazo<sup>6</sup>. O mesmo modelo, consideradas janelas móveis de cinco anos para os períodos de janeiro de 2003 a dezembro de 2007 até janeiro de 2011 a dezembro de 2015, estima reduções acentuadas nos coeficientes de repasse de curto prazo, de 1,05 para 0,85, e de longo prazo, de 1,04 para 0,79<sup>7</sup>.

As estimativas para os coeficientes de repasse cambial evidenciam que a sua transmissão para os preços de importação passou de completa (coeficiente igual ou superior à unidade) para incompleta (inferior à unidade). Essa mudança pode estar relacionada à maior propensão a reduzir margens por parte dos exportadores de manufaturados para o Brasil, em função dos ganhos de competitividade de produtos fabricados no mercado interno. Dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) para o período 4T14-3T15 evidenciam o aumento da competitividade mencionado, expresso em variações acumuladas de 7,50%

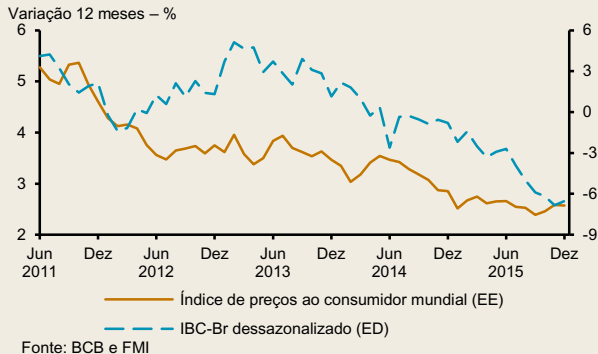
**Tabela 1 – Indicadores de custos industriais e taxa de câmbio**

	4T14	1T15	2T15	Variação % trimestral	
				3T15	Variação acumulada
Preços doméstico dos manufaturados (R\$)	1,60	1,40	2,60	1,70	7,50
Preços dos manufaturados importados (R\$)	10,20	5,60	7,80	13,30	42,13
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	11,87	12,50	7,29	15,49	55,94

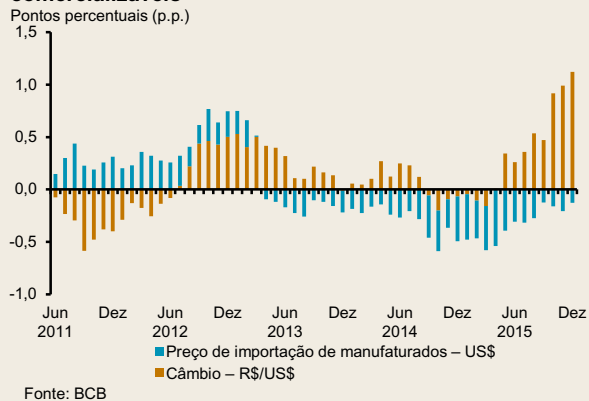
Fonte: CNI, BCB

- 4/ O modelo foi estimado em primeira diferença, garantindo a estacionariedade das variáveis empregadas. Não há evidência de cointegração entre as séries no período considerado. Quatro defasagens foram incluídas para a taxa de câmbio e índice de preços ao consumidor mundial para permitir o ajuste gradual dos preços de importação às variações dos demais preços. A maior parte da transmissão do câmbio ao preço de importação ocorre contemporaneamente e um mês após a variação do câmbio, validando o uso de quatro defasagens para representar o longo prazo (defasagens adicionais foram testadas, mas se mostraram estatisticamente insignificantes). Abordagem alternativa, com defasagens da variável dependente incluídas como variáveis explicativas, gerou resultados semelhantes, mas impôs uma série de restrições nos coeficientes estimados, que foram rejeitadas, assim como em Campa & Goldberg (2005).
- 5/ Para verificar se a taxa de câmbio nominal efetiva do Brasil seria também significativa para explicar o movimento dos preços de importação em reais, a taxa de câmbio do dólar frente a uma cesta de moedas ponderadas pelo peso nas exportações brasileiras foi incluída no modelo de estimação ( $R\$/Cesta = R\$/US\$ * US\$/Cesta$ ). O coeficiente dessa variável, entretanto, mostrou-se estatisticamente insignificante, corroborando a hipótese de que a taxa de câmbio do real frente ao dólar é a taxa de câmbio mais apropriada para explicar a evolução dos preços de importações brasileiras no período considerado.
- 6/ O coeficiente de curto prazo foi significativo ao nível de 1%. Conjuntamente, os coeficientes somados para o cálculo do repasse de longo prazo também foram significativos ao nível de 1%.
- 7/ O repasse do câmbio aos preços de importação tende a ser maior no curto prazo. No longo prazo, exportadores de manufaturados ajustam seus *mark-ups* de acordo com a concorrência e condições econômicas vigentes no país importador.

**Gráfico 2 – Evolução da atividade econômica doméstica e do índice de preços ao consumidor mundial**



**Gráfico 3 – Contribuição acumulada em 12 meses de choques externos para a flutuação da inflação de bens comercializáveis**



nos preços de manufaturados domésticos e de 42,13% no dos importados, cuja variação situou-se em patamar 13,81 p.p. inferior à da taxa de câmbio, no período (Tabela 1).

Além da transmissão incompleta e decrescente do câmbio, a elevação menos acentuada dos preços de importação em reais durante os últimos anos repercute, ainda, a desaceleração da inflação ao consumidor em escala mundial, reflexo, em parte, do impacto do menor dinamismo da economia chinesa sobre a demanda global por *commodities*, e do menor ritmo da atividade no Brasil (Gráfico 2).

O efeito da redução dos preços de importação, quando mensurados em dólar, sobre os preços de bens comercializáveis no mercado doméstico foi realizado por meio de um modelo de vetor autorregressivo (VAR) em diferenças que considerou a inter-relação entre a taxa de câmbio nominal do real frente ao dólar; o índice de preços de importação de manufaturados em dólar; e o índice de preços de bens comercializáveis do IPCA<sup>8</sup>. As flutuações da inflação de bens comercializáveis em relação à sua média histórica<sup>9</sup> foram decompostas em choques cambiais e de preços de importação<sup>10</sup>, cujas contribuições em doze meses encontram-se no Gráfico 3.

Considerados intervalos de doze meses, os preços de importação de manufaturados em dólar colaboraram para reduzir a inflação de bens comercializáveis do IPCA desde abril de 2013, contrabalançando o efeito da depreciação cambial em alguns períodos. Em particular, de abril a junho de 2015, o impacto da variação cambial sobre as flutuações da inflação de bens comercializáveis do IPCA foi mais que compensado pelo impacto do recuo nos preços de importação de manufaturados. Na segunda metade de 2015, o impacto da depreciação cambial se intensificou, superando o proporcionado pelos preços de importação de manufaturados, cujas contribuições atingiram 1,12 p.p. e -0,13 p.p., respectivamente, em dezembro de 2015.

8/ Todas as variáveis utilizadas no modelo apresentaram uma raiz unitária no período considerado, justificando a estimação do VAR em diferenças. Para garantir o repasse integral dos choques aos preços de bens comercializáveis, foram utilizadas 6 defasagens das variáveis endógenas no modelo VAR (critério de Akaike).

9/ Igual a 0,41% ao mês e 5,1% em 12 meses durante o período compreendido entre 2003 e 2015.

10/ A decomposição das flutuações da inflação de bens comercializáveis em choques foi realizada por meio da decomposição histórica da variância do erro de previsão. Para isto, utilizou-se o método de Cholesky com a taxa de câmbio representando a variável mais exógena, seguida pelo índice de preços de importação de manufaturados em dólar e pelo índice de preços de bens comercializáveis.

Este boxe traz evidências de que o repasse do câmbio aos preços de importação de bens manufaturados foi incompleto e decrescente nos últimos anos. O menor repasse, a desaceleração dos preços ao consumidor em escala mundial e o ritmo decrescente da atividade doméstica contribuíram para que o aumento dos preços de importação em reais fosse inferior à depreciação cambial a partir de meados de 2014. Concluiu-se, adicionalmente, que o recuo dos preços de importação de manufaturados em dólar contribuiu para reduzir a inflação de bens comercializáveis do IPCA desde abril de 2013, contrabalançando os impactos da depreciação cambial em períodos específicos.

### **Bibliografia**

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

YANAMANDRA, V. (2015). “Exchange rate changes and inflation in India: What is the extent of exchange rate pass-through to imports?” *Economic Analysis and Policy*, n.47, p. 57-68.

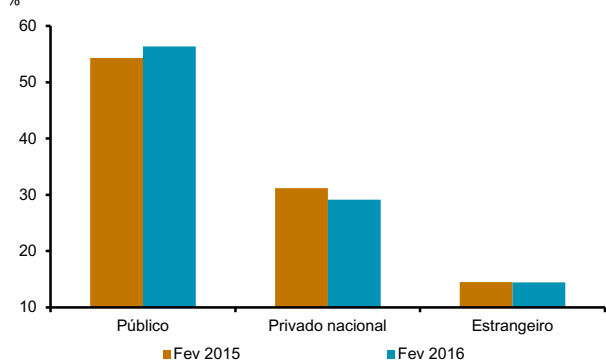
REISS, D. (2015). “Invoice Currency: puzzling evidence and new questions from Brazil”. *Working Papers Series*, n. 382, p. 1-36.



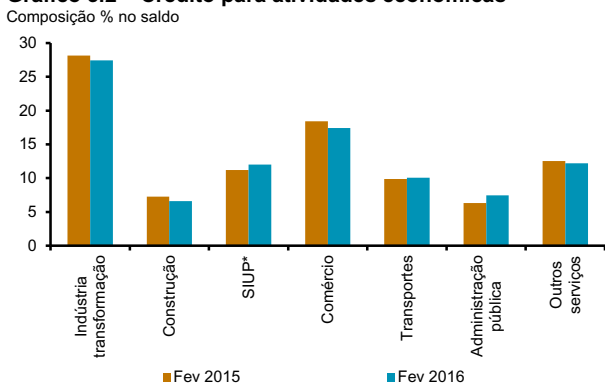
**Tabela 3.1 – Evolução do crédito**

	R\$ bilhões					
	2015		2016		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Total	3 177,0	3 219,4	3 198,9	3 184,4	0,2	5,3
Pessoas jurídicas	1 675,3	1 707,3	1 683,8	1 668,3	-0,4	4,5
Recursos livres	811,9	832,0	811,2	803,2	-1,1	2,8
Direcionados	863,3	875,3	872,6	865,2	0,2	6,1
Pessoas físicas	1 501,8	1 512,2	1 515,1	1 516,0	0,9	6,2
Recursos livres	802,7	805,3	804,1	801,6	-0,1	2,4
Direcionados	699,1	706,9	711,0	714,4	2,2	10,9
<b>Participação %:</b>						
Total/PIB	54,0	54,5	54,0	53,6		
Pes. jurídicas/PIB	28,4	28,9	28,4	28,1		
Pessoas físicas/PIB	25,5	25,6	25,6	25,5		
Recursos livres/PIB	27,4	27,7	27,3	27,0		
R. direcionados/PIB	26,5	26,8	26,7	26,6		

**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 evolução recente das operações de crédito do sistema financeiro segue em conformidade com o cenário de retração da atividade econômica e de acordo com as condições monetárias. Nesse ambiente, o trimestre encerrado em fevereiro caracterizou-se pela continuidade do arrefecimento das operações com recursos livres e com recursos direcionados, em especial no segmento de pessoas jurídicas.

## 3.1 Crédito

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, somou R\$3.184 bilhões em fevereiro deste ano, elevando-se 0,2% no trimestre e 5,3% em doze meses (variações respectivas de 1,3% e 7,5% em novembro de 2015). A carteira de pessoas físicas atingiu R\$1.516 bilhões, representando aumento de 0,9% no trimestre e de 6,2% em doze meses, e a de pessoas jurídicas, R\$1.668 bilhões, com variações respectivas de -0,4% e 4,5%, nos mesmos períodos. A relação crédito/PIB totalizou 53,6% em fevereiro, variando -0,4 p.p. em relação a novembro e 0,7 p.p. comparativamente a fevereiro de 2015.

As carteiras das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e privadas estrangeiras representaram, na ordem, 56,4%, 29,2% e 14,4% do total do crédito do sistema financeiro em fevereiro (54,3%, 31,2% e 14,5%, respectivamente, em igual período de 2015). As carteiras mencionadas registraram variações respectivas de 1,4% e -1,2%, e -1,4%, no período.

A análise da destinação do crédito por atividade econômica<sup>7</sup> evidencia expansões trimestrais acentuadas na indústria extrativa (5,3%) e nos serviços industriais de utilidade pública (1,9%), notadamente eletricidade e gás. No âmbito dos serviços, destaque para o aumento de 4,5% no segmento administração pública. Nos demais setores, houve reduções nas carteiras da indústria da construção (2,8%) e do comércio (3,4%).

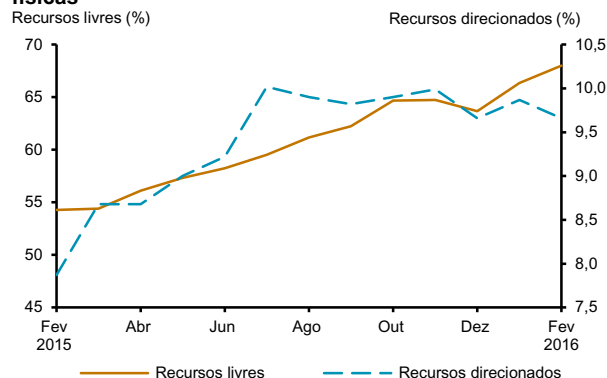
7/ Inclui empréstimos com recursos livres e direcionados, para pessoas jurídicas dos setores privado e público.

**Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas**

	R\$ bilhões					
	2015		2016		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	802,7	805,3	804,1	801,6	-0,1	2,4
Crédito pessoal	380,2	380,0	381,5	383,8	0,9	6,8
Do qual: consignado	273,3	273,9	275,2	277,4	1,5	8,0
Aquisição de veículos	163,1	161,1	159,9	157,3	-3,5	-13,5
Cartão de crédito	165,9	172,6	169,0	166,0	0,1	7,0
Cheque especial	27,1	24,6	25,9	27,4	1,1	2,5
Demais	66,3	67,1	67,7	67,1	1,1	11,7
Recursos direcionados	699,1	706,9	711,0	714,4	2,2	10,9
BNDES	45,7	46,0	46,8	47,4	3,7	6,2
Imobiliário	494,9	499,6	502,6	504,9	2,0	13,5
Rural	151,1	153,7	154,3	155,0	2,6	5,6
Demais	7,3	7,5	7,3	7,1	-2,9	-13,5

**Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas**

	R\$ bilhões					
	2015		2016		Variação %	
	Nov	Dez	Jan	Fev	3 meses	12 meses
Recursos livres	811,9	832,0	811,2	803,2	-1,1	2,8
Capital de giro	377,8	378,7	372,3	367,3	-2,8	-5,8
Conta garantida	42,6	39,9	40,0	40,5	-5,1	-10,5
ACC	65,5	67,3	68,9	68,5	4,6	23,7
Financ. a exportações	67,5	68,4	68,7	68,5	1,3	15,0
Demais	258,4	277,7	261,3	258,5	0,0	11,7
Recursos direcionados	863,3	875,3	872,6	865,2	0,2	6,1
BNDES	624,8	633,4	632,8	626,7	0,3	4,6
Imobiliário	72,4	72,7	72,5	72,3	-0,1	7,4
Rural	77,7	77,4	76,5	75,5	-2,8	4,8
Demais	88,5	91,8	90,8	90,7	2,5	18,4

**Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas**

O total de crédito ao setor privado atingiu R\$2.922 bilhões em fevereiro. A estabilidade registrada no trimestre repercutiu variações de 0,9% no segmento de pessoas físicas e de -1,1% no de pessoas jurídicas. A carteira do setor público somou R\$263 bilhões, ressaltando-se que a elevação trimestral de 3,4% resultou de aumentos de 1,8% e 4,8% nas esferas do governo federal e dos estados e municípios, respectivamente.

O saldo das operações com recursos livres (50,4% do crédito total do sistema financeiro) atingiu R\$1.605 bilhões em fevereiro, variando -0,6% no trimestre e 2,6% em doze meses. A carteira de pessoas jurídicas (R\$803 bilhões) recuou 1,1% no trimestre, ressaltando-se os recuos nas modalidades desconto de duplicatas (12,3%) e capital de giro (2,8%), ambas com maior associação à trajetória da atividade econômica, e as elevações nas modalidades repasses externos (14,4%), estimulada pela desvalorização cambial e pela diferença entre as taxas de juros externa e doméstica; outros créditos (3,3%), notadamente aquisição de recebíveis; e adiantamentos sobre contratos de câmbio (4,6%). A carteira de pessoas físicas (R\$802 bilhões) decresceu 0,1% no trimestre (aquisição de veículos, -3,5%; cartão de crédito a vista, -0,4%).

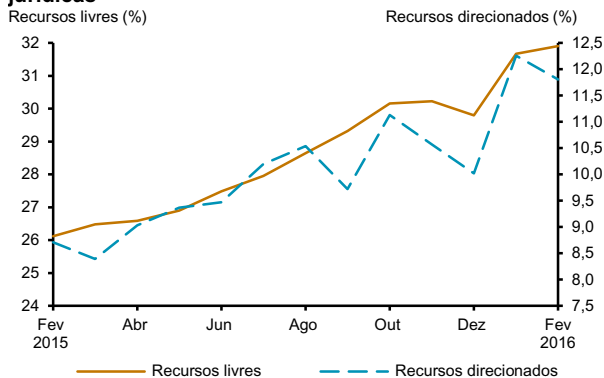
As operações com recursos direcionados somaram R\$1.580 bilhões em fevereiro, variando 1,1% no trimestre e 8,2% em doze meses. A carteira de pessoas físicas atingiu R\$714 bilhões, ressaltando-se que a elevação trimestral de 2,2% resultou, principalmente, de variações respectivas de 2,6% e 2,0% nas modalidades crédito rural e financiamentos imobiliários. Os empréstimos contratados no segmento de pessoas jurídicas somaram R\$865 bilhões, com crescimento trimestral de 0,2% determinado, em especial, pelo aumento de 0,2% nos créditos do BNDES para investimentos.

## Taxas de juros e inadimplência

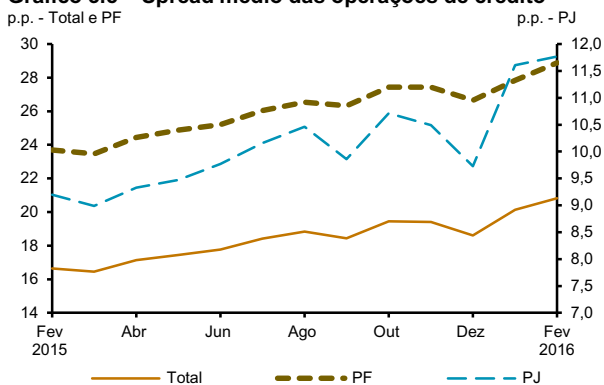
A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 31,8% a.a. em fevereiro, elevando-se 1,4 p.p. no trimestre e 6,1 p.p. em doze meses. A variação trimestral repercutiu expansões respectivas de 2,5 p.p. e 0,4 p.p. nas operações com recursos livres e direcionados, que registraram taxas médias de juros de 50,6% a.a. e 10,7% a.a., em fevereiro.

A taxa média de juros situou-se em 39,9% a.a. no segmento de pessoas físicas, elevando-se 1,2 p.p. no trimestre e 7,0 p.p. em doze meses. A variação trimestral resultou de aumento

**Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas**

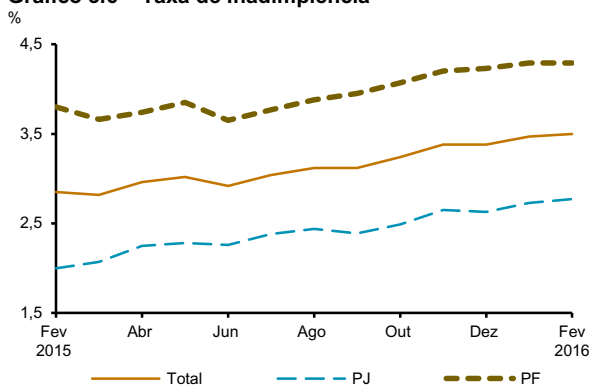


**Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito**



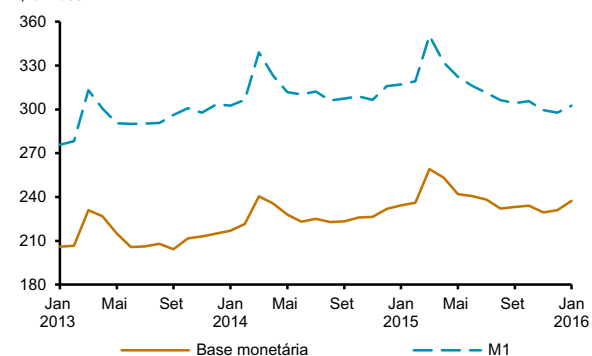
Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones e Nasdaq

**Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>**



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

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



de 3,3 p.p., para 68,0% a.a., nas contratações com recursos livres (cheque especial, 9 p.p.; cartão de crédito rotativo, 32,2 p.p.; consignado, 1,1 p.p.); e recuo de 0,3 p.p., para 9,7% a.a., nas efetivadas com recursos direcionados.

A taxa média de juros atingiu 22,7% a.a., em fevereiro, no segmento de pessoas jurídicas, elevando-se 1,5 p.p. no trimestre e 4,6 p.p. em doze meses. A variação trimestral refletiu crescimento de 1,7 p.p., para 31,9%, nas taxas relacionadas a empréstimos com recursos livres (destacando-se as variações nas modalidades capital de giro (2,1 p.p.) e conta garantida (1,2 p.p.); e elevação de 1,2 p.p., para 11,8% nas taxas relativas aos recursos direcionados, sobressaindo a elevação de 1,6 p.p. na modalidade financiamentos para investimentos do BNDES.

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 20,8 p.p. em fevereiro, variando 1,4 p.p. no trimestre e 4,1 p.p. em doze meses. O *spread* atingiu 28,8 p.p. no segmento de pessoas físicas e 11,8 p.p. no de pessoas jurídicas (elevações trimestrais respectivas de 1,4 p.p. e 1,3 p.p.). O *spread* situou-se em 35,8 p.p. nas contratações com recursos livres e em 4 p.p. nas realizadas com recursos direcionados, elevando-se 2,5 p.p. e 0,5 p.p., respectivamente, no trimestre.

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, situou-se em 3,5% em fevereiro, aumentando 0,1 p.p. no trimestre e 0,7 p.p. em doze meses. A taxa atingiu 4,3% no segmento de pessoas físicas (elevações respectivas de 0,1 p.p. e 0,5 p.p.) e 2,8% no de pessoas jurídicas, variando 0,2 p.p. no trimestre e 0,8 p.p. em doze meses. No trimestre, observou-se aumento de 0,3 p.p. da inadimplência nas contratações com recursos livres, que atingiu 5,5%, e estabilidade, em 1,5%, nas realizadas com recursos direcionados.

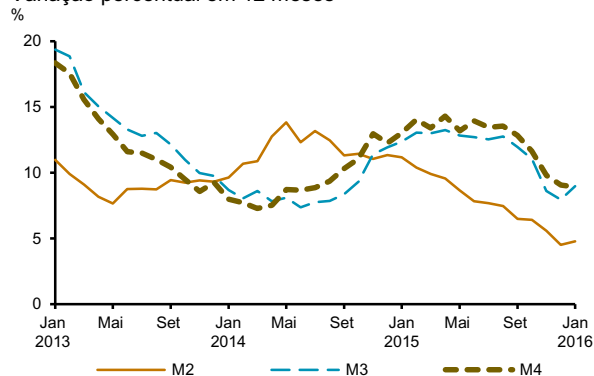
## 3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) totalizou R\$310,3 bilhões em fevereiro, variando 2,6% no trimestre e -3,7% em doze meses, e o referente à base monetária somou R\$244,3 bilhões, elevando-se 3% e 1%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação.

Considerados saldos em final de período, a base monetária atingiu R\$252,6 bilhões em fevereiro. A expansão trimestral

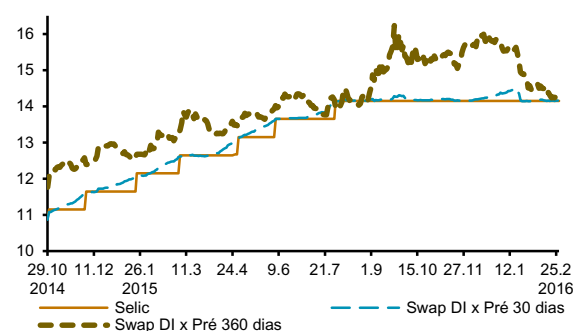
**Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados**

Varição percentual em 12 meses



**Gráfico 3.9 – Taxas de juros**

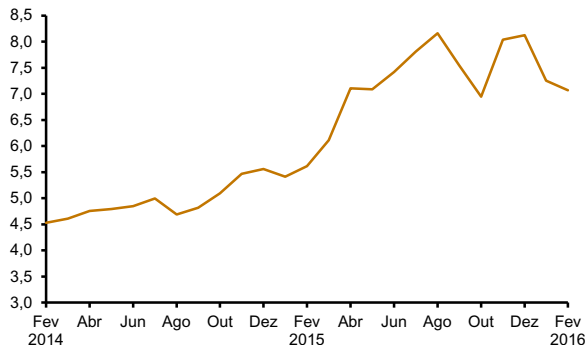
% a.a.



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

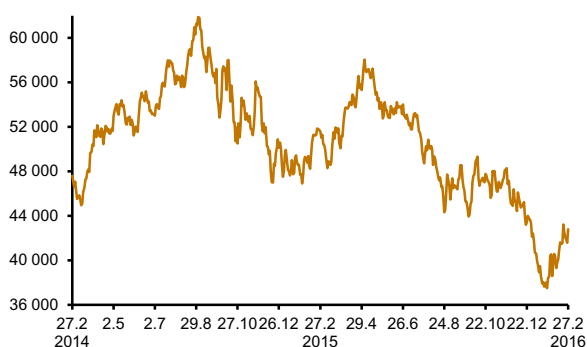
**Gráfico 3.10 – Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA para 12 meses**

% a.a.



**Gráfico 3.11 – Ibovespa**

Pontos



Fonte: BM&FBOVESPA

de 4% esteve condicionada, em especial, pelo impacto expansionista de R\$28,8 bilhões das operações do Tesouro Nacional e pelo efeito contracionista de R\$28,9 bilhões decorrente de operações com títulos públicos federais.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$2,2 trilhões em fevereiro (aumentos de 1,2% no trimestre e de 5,4% em doze meses), destacando-se as variações trimestrais de 2,6% no estoque de títulos privados e de -0,1% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$4,8 trilhões, ampliando 3,2% no trimestre e 10,5% em doze meses, e o agregado M4 somou R\$5,6 trilhões, aumentos respectivos de 3,3% e 11,0%.

## 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 e recuo de 1,5 p.p., no trimestre encerrado em fevereiro.

A expectativa do mercado para o IPCA nos próximos doze meses, com base na pesquisa realizada pelo Banco Central com analistas do mercado financeiro, em 11 de março, recuou de 7,04%, em 18 de dezembro, para 6,61% a.a. Considerado como cenário base a meta atual de 14,25% a.a. para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), projeta-se taxa de juros real de 7,17% a.a. para os próximos doze meses (6,74% a.a. em 18 de dezembro).

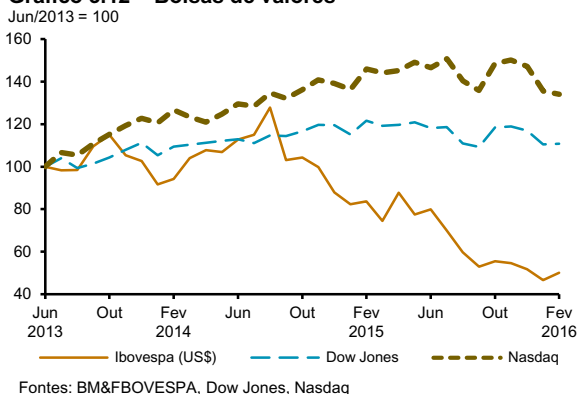
## Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) recuou 5,2%, para 42.793 pontos, no trimestre encerrado em fevereiro. O volume médio diário negociado diminuiu R\$1,0 bilhão, para R\$5,9 bilhões, no trimestre.

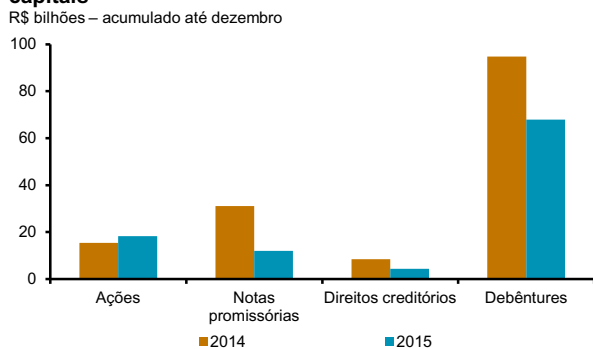
A rentabilidade do Ibovespa avaliada em dólares, influenciada, parcialmente, pela depreciação de 3,4% da taxa de câmbio, recuou 8,2% no trimestre, ante retrações respectivas de 6,8% e 10,8% nos índices Dow Jones e Nasdaq.

As emissões de ações, debêntures, notas promissórias e a colocação de recebíveis de direitos creditórios, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somaram R\$102,5 bilhões em 2015 (R\$149,7 bilhões em 2014). Desse total,

**Gráfico 3.12 – Bolsas de valores**



**Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais**



R\$18,3 bilhões referem-se a renda variável e R\$84,2 bilhões a renda fixa, com destaque para as emissões de debêntures (R\$67,9 bilhões, sendo R\$10 bilhões por empresas de arrendamento mercantil).

### 3.3 Política fiscal

A Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2016, promulgada no final de 2015, fixou em R\$30,6 bilhões a meta de *superavit* primário do setor público para o exercício, dos quais R\$24 bilhões sob responsabilidade do Governo Central. Considerando a atualização do cenário macroeconômico e a revisão das projeções iniciais de receitas e despesas, o Poder Executivo Federal encaminhou, em 28 de março, projeto de lei ao Congresso Nacional propondo reduzir a meta de *superavit* primário do Governo Central para R\$2,8 bilhões, totalizando R\$9,3 bilhões a meta de *superavit* do setor público. A nova proposta prevê deduções de até R\$99,45 bilhões da meta do Governo Central de acordo com as seguintes condições:

- até R\$40,3 bilhões, por frustração de receitas administradas;
- até R\$41,7 bilhões, por frustração de receitas não administradas (operações com ativos, dividendos e concessões);
- até R\$17,5 bilhões relacionados à execução de despesas.

A proposta prevê ainda abater da meta de *superavit* o efeito do processo de reestruturação e alongamento de dívidas estaduais junto à União, no âmbito da Lei nº 9.496, de 1997, e da renegociação dos contratos entre governos estaduais e instituições públicas federais, com recursos do BNDES.

O Poder Executivo Federal encaminhou em 22 de março, ao Congresso Nacional, proposta de medidas de ajuste fiscal de longo prazo:

- criação de Regime Especial de Contingenciamento (REC) para situações de reduzido crescimento econômico;
- criação de depósitos remunerados no Banco Central, como alternativa às operações compromissadas, minimizando a necessidade de aportes do Tesouro Nacional e dando maior autonomia para administração da política monetária;
- plano de auxílio aos governos regionais, que traz em seu bojo medidas de ajuste, incluindo aprovação de leis de responsabilidade fiscal estaduais; e
- proposta de estabelecimento de limite para crescimento do gasto público, com medidas automáticas de redução de

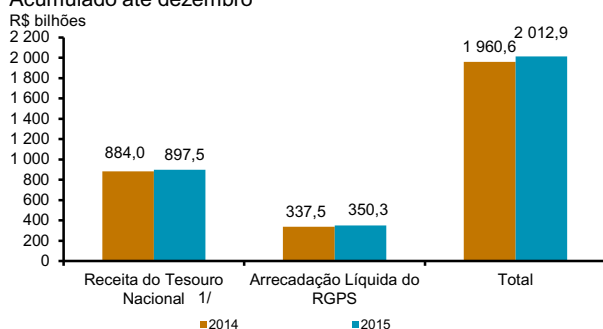


**Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário**

Acumulado em 12 meses

Segmento	2014		2015		Jan 2016	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	20,5	0,4	116,7	2,0	105,8	1,8
Governos regionais	7,8	0,1	-9,7	-0,2	-7,1	-0,1
Empresas estatais	4,3	0,1	4,3	0,1	5,7	0,1
<b>Total</b>	<b>32,5</b>	<b>0,6</b>	<b>111,2</b>	<b>1,9</b>	<b>104,4</b>	<b>1,8</b>

**Gráfico 3.14 – Receita total do Governo Central**  
Acumulado até dezembro



Fonte: Ministério da Fazenda/STN  
1/ Inclui Banco Central.

**Tabela 3.5 – Despesas do Governo Central**  
Janeiro-dezembro

Discriminação	2014		2015	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
<b>Total</b>	<b>1 038 723</b>	<b>18,3</b>	<b>1 158 701</b>	<b>19,5</b>
Benefícios previdenciários	394 201	6,9	436 090	7,4
Tesouro Nacional <sup>1/</sup>	644 522	11	722 611	12
Pessoal e encargos	222 375	3,9	238 499	4,0
Outras despesas obrigatórias	154 086	2,7	230 825	3,9
Abono e Seg. Desemprego	53 875	0,9	47 495	0,8
Subsídio e subvenções	4 346	0,1	53 507	0,9
Loas/RMV	38 558	0,7	42 538	0,7
Despesas discricionárias	268 060	4,7	253 287	4,3
PAC	57 698	1,0	47 259	0,8

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

despesas se houver previsão de descumprimento do limite. Essas medidas ocorreriam em três estágios sequenciais: no primeiro estágio seriam suspensos o aumento real de despesas de custeio e despesas discricionárias, a criação de cargos e o aumento real de salário de servidores públicos; no segundo, seriam suspensos o aumento nominal de despesas de custeio e discricionárias, o reajuste nominal de salário de servidores e a ampliação de subsídios; e no terceiro, seriam reduzidas despesas nominais com servidores e suspenso o aumento real do salário mínimo.

## Necessidades de financiamento do setor público

### Evolução em 2015

O setor público consolidado registrou *deficit* primário de R\$111,2 bilhões (1,9% do PIB) em 2015, ante 0,6% do PIB em 2014. O Governo Central e as empresas estatais apresentaram *deficits* respectivos de R\$116,7 bilhões e R\$4,3 bilhões, e os governos regionais, *superavit* de R\$9,7 bilhões.

A receita total do Tesouro Nacional<sup>8</sup> registrou aumento anual de 1,5% em 2015, totalizando R\$897,5 bilhões (15,1% do PIB). Destacaram-se os crescimentos da arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte (13,3%), influenciado pelo aumento no recolhimento sobre fundos de renda fixa e operações de *swap*; e do Imposto sobre Operações Financeiras (16,6%), impactado pelo aumento da alíquota sobre operações de crédito a pessoas físicas. Em sentido contrário, recuaram a arrecadação da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (6,8%), influenciada pela diminuição no ritmo da atividade; as receitas de dividendos (36,3%); e a cota parte de compensações financeiras (26,8%), refletindo, em especial, o recuo no preço internacional do petróleo.

As despesas do Tesouro Nacional<sup>9</sup> apresentaram aumento anual de 12,1% em 2015, somando R\$722,6 bilhões (12,2% do PIB). Houve elevações nos gastos com pessoal e encargos (7,3%) e nas outras despesas obrigatórias (49,8%), e recuo de 5,5% nas despesas discricionárias. Contribuíram para a elevação das despesas obrigatórias, em especial, pagamentos

8/ Incluindo as receitas primárias do Banco Central do Brasil, de acordo com a nova apresentação do “Resultado do Tesouro Nacional” publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

9/ Incluindo as despesas primárias do Banco Central do Brasil (ver nota anterior).



de R\$72,4 bilhões (1,2% do PIB) realizados pela União para equacionamento de débitos com bancos oficiais e o FGTS, vinculados a programas de equalização de taxas e subsídios<sup>10</sup>. Entre as despesas discricionárias, destaque-se a redução de 18,1% nos gastos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

O *deficit* da Previdência Social atingiu R\$85,8 bilhões em 2015 (1,45% do PIB). O crescimento anual de 51,4% repercutiu elevações de 10,6% nas despesas com benefícios previdenciários – resultado de aumentos respectivos de 8,1% e 2,6% no valor médio e na quantidade dos benefícios emitidos – e de 3,8% na arrecadação líquida.

As receitas e despesas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) elevaram-se 2,2% e 11,6%, respectivamente, em 2015. A redução no nível de atividade contribuiu para o crescimento mais moderado das receitas em relação às despesas, que foram impactadas, no exercício, pelos pagamentos de passivos já mencionados. Ressalte-se que as medidas adotadas para contenção de gastos, a exemplo de alterações nas regras para concessão de benefícios trabalhistas e previdenciários, demandam prazo mais longo para plena maturação, e tiveram impacto modesto em 2015.

As transferências para os governos regionais somaram R\$204,9 bilhões em 2015 (3,5% do PIB). A elevação anual de 2,5% refletiu, principalmente, os aumentos das transferências constitucionais e das relativas ao salário educação.

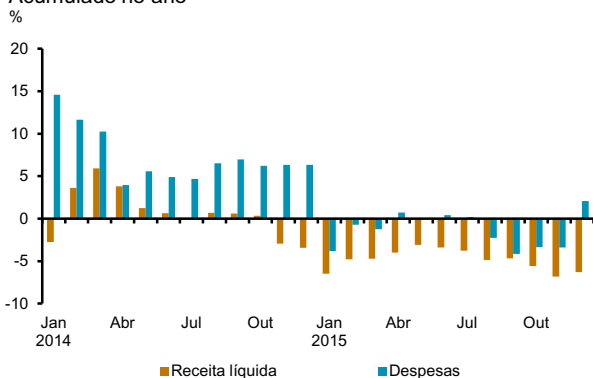
O *superavit* primário dos estados e municípios totalizou R\$9,7 bilhões em 2015 (*deficit* de R\$7,8 bilhões em 2014). As arrecadações do ICMS e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) atingiram, na ordem, R\$401,8 bilhões e R\$38,8 bilhões, aumentando 3,4% e 17,8% respectivamente, no ano.

As empresas estatais registraram *deficit* primário de R\$4,3 bilhões em 2015, mesmo patamar observado em 2014. Houve redução no *deficit* das empresas estatais federais, elevação no das empresas estatais estaduais e recuo no *superavit* das empresas estatais municipais.

Os juros nominais, apropriados por competência, totalizaram R\$501,8 bilhões (8,46% do PIB) em 2015. O aumento de 3,0 p.p. do PIB em relação a 2014 decorreu de resultado

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

Acumulado no ano

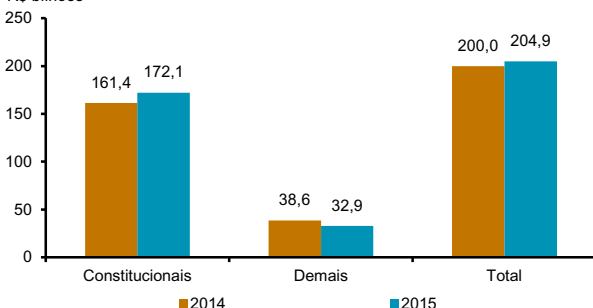


Fonte: MF/STN

**Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios**

Acumulado Jan-dez

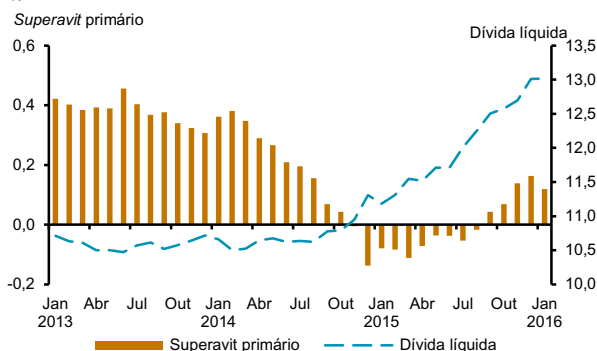
R\$ bilhões



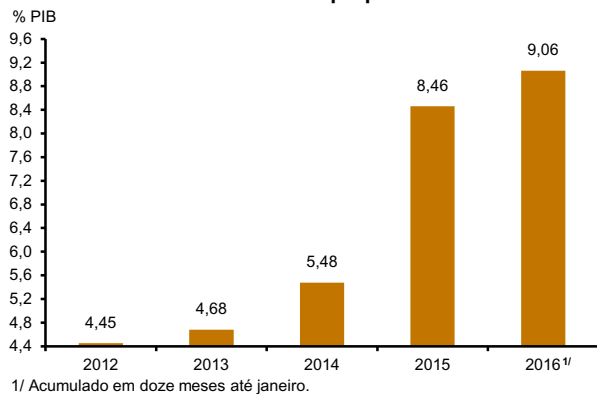
Fonte: MF/STN

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

% PIB



10/Desse total, R\$56,4 bilhões (0,9% do PIB) referem-se a débitos de exercícios anteriores. Os pagamentos estão relacionados com os Acórdãos nº 825/2015 e nº 3.297/2015, do Tribunal de Contas da União.

**Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados****Tabela 3.6 – Necessidades de financiamento do setor público**

Discriminação	2014		2015		Jan 2016 <sup>1/</sup>	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Usos	343,9	6,0	613,0	10,3	644,4	10,8
Primário	32,5	0,6	111,2	1,9	104,4	1,8
Juros	311,4	5,5	501,8	8,5	540,0	9,1
Fontes	343,9	6,0	613,0	10,3	644,4	10,8
Financiamento interno	334,9	5,9	631,5	10,6	666,8	11,2
Dívida mobiliária	434,3	7,6	559,1	9,4	565,6	9,5
Dívida bancária	-118,7	-2,1	74,4	1,3	93,0	1,6
Outros	19,3	0,3	-2,0	0,0	8,2	0,1
Financiamento externo	9,0	0,2	-18,5	-0,3	-22,5	-0,4

1/ Acumulado em 12 meses.

desfavorável das operações de *swap* cambial e do impacto das elevações na taxa Selic e na variação de índices de preços, utilizados como indexadores de parcela significativa do endividamento líquido.

O resultado nominal do setor público – soma do resultado primário e dos juros nominais apropriados – foi deficitário em R\$613 bilhões em 2015 (10,3% do PIB, ante 6,0% do PIB em 2014). O *deficit* foi financiado 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.

### Evolução em janeiro de 2016

O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$27,9 bilhões em janeiro de 2016 (R\$21,1 bilhões em igual mês de 2015), acumulando *deficit* de 1,75% do PIB no período de doze meses.

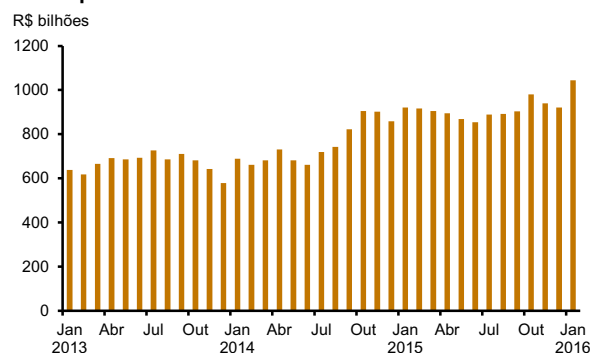
O *superavit* primário do Governo Central atingiu R\$20,9 bilhões (R\$10,1 bilhões em janeiro de 2015). A receita do Tesouro Nacional elevou-se 14,7%, no período, e as despesas, 16,1%. A arrecadação líquida da Previdência Social cresceu 4,6%, e as despesas com benefícios, 12,6%, no mesmo período.

Os juros nominais, apropriados por competência, somaram R\$56,2 bilhões em janeiro (R\$18 bilhões em igual mês de 2015), com destaque para a contribuição do resultado desfavorável de R\$16,8 bilhões das operações de *swap* cambial (resultado favorável de R\$10,8 bilhões em janeiro de 2015). O resultado nominal foi deficitário em R\$28,3 bilhões no mês (*superavit* de R\$3 bilhões em janeiro de 2015), acumulando *deficit* de 10,8% do PIB no período de doze meses encerrado em janeiro.

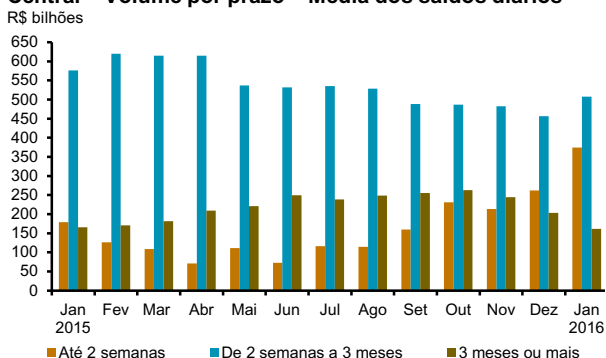
### Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em emissões líquidas, com impacto monetário contracionista, de R\$7,2 bilhões no trimestre encerrado em janeiro, resultado de colocações de R\$165,9 bilhões e resgates de R\$158,7 bilhões. As operações

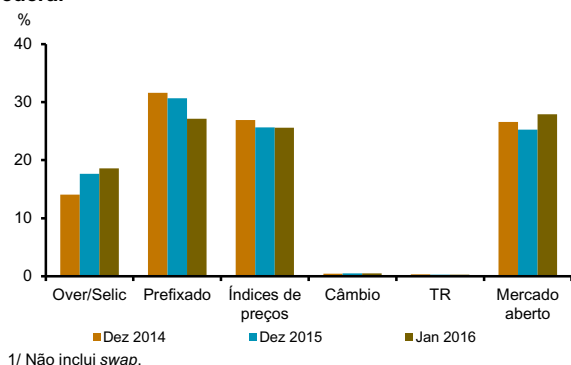
**Gráfico 3.19 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária**



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

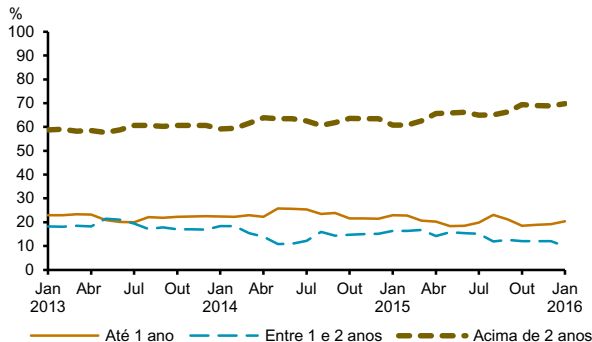


**Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal<sup>1/</sup>**



1/ Não inclui swap.

**Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária**



de trocas somaram R\$4,8 bilhões, sendo 41,3% com Letras do Tesouro Nacional; 37,7% com Notas do Tesouro Nacional – Série B; e 21% com Notas do Tesouro Nacional – Série F.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$1.043,6 bilhões em janeiro, com aumento de 6,4% em relação à média de outubro de 2015. Houve elevações nas operações de curtíssimo prazo (de R\$231,1 bilhões para R\$374,2 bilhões) e nas de duas semanas a três meses (de R\$486,6 bilhões para R\$507,6 bilhões), e redução nas operações de três a sete meses (de R\$263,2 bilhões para R\$161,8 bilhões).

### Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.607 bilhões em janeiro (43,8% do PIB), elevando-se 1,2 p.p. do PIB em relação a outubro e 6,3 p.p. do PIB em doze meses. A evolução trimestral resultou de emissões líquidas realizadas no mercado primário (R\$11,4 bilhões), da incorporação de juros nominais (R\$90,6 bilhões) e do impacto da depreciação cambial de 4,8% no período (R\$0,9 bilhão).

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa Selic, das operações do mercado aberto e dos títulos vinculados a índices de preços aumentaram 1,5 p.p., 0,4 p.p. e 0,1 p.p., respectivamente, em janeiro, em relação a outubro. A representatividade dos títulos prefixados recuou 1,9 p.p., no período.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em janeiro: 15,2% do total vencendo em 2016; 12,4% em 2017; e 72,4% a partir de janeiro de 2018. Os títulos vencidos em doze meses representaram 20,3% do total da dívida mobiliária em mercado (18,5% em outubro) e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 55,4 meses (55,7 meses em outubro).

O estoque líquido das operações de *swap* cambial atingiu R\$422,3 bilhões em janeiro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro – DI e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R\$12,6 bilhões, no conceito caixa.

**Tabela 3.7 – Evolução da dívida líquida**

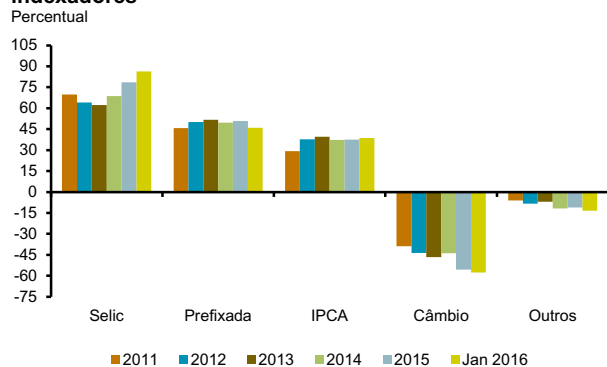
Fatores condicionantes

Discriminação	2014		2015		Jan 2016	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	milhões	PIB	milhões	PIB	milhões	PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 883 147	33,1	2 136 888	36,0	2 121 405	35,6
<b>Fluxos acumulados no ano</b>						
Varição DLSP	256 812	2,5	253 741	2,9	-15 483	-0,4
Fatores	256 812	4,5	253 741	4,3	-15 483	-0,3
NFSP	343 916	6,0	613 035	10,3	28 305	0,5
Primário	32 536	0,6	111 249	1,9	-27 913	-0,5
Juros	311 380	5,5	501 786	8,5	56 218	0,9
Ajuste cambial	-96 075	-1,7	-385 743	-6,5	-42 272	-0,7
Dívida interna <sup>1/</sup>	-2 835	0,0	-16 568	-0,3	-1 565	0,0
Dívida externa	-93 239	-1,6	-369 175	-6,2	-40 707	-0,7
Outros <sup>2/</sup>	12 481	0,2	21 830	0,4	-1 633	0,0
Reconhecimento						
de dívidas	-3 511	-0,1	4 619	0,1	116	0,0
Privatizações	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-2,0		-1,4		-0,2

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\$2.136,9 bilhões em dezembro de 2015 (36,0% do PIB). O acréscimo anual de 2,9 p.p. do PIB repercutiu, em especial, os aumentos registrados nas esferas dos governos regionais (1,7 p.p.) e do Governo Central (1,0 p.p.). A DLSP somou R\$2.121,4 bilhões (35,6% do PIB) em janeiro de 2016.

A variação anual na relação DLSP/PIB repercutiu o impacto das contribuições dos juros nominais (8,5 p.p.), do *deficit* primário (1,9 p.p.), do ajuste de paridade da dívida externa líquida (0,4 p.p.) e do reconhecimento de dívidas (0,1 p.p.), mitigado pelos efeitos da depreciação cambial de 47,0% no período (-6,5 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-1,4 p.p.).

As principais alterações na composição da DLSP em 2015 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (9,7 p.p.) e à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (3,2 p.p.), e nas parcelas credora vinculada ao câmbio (-11,9 p.p.) e sem remuneração (-2,1 p.p.). Em janeiro, destacou-se o crescimento de 7,9 p.p. na parcela vinculada à taxa Selic. O prazo médio dos títulos federais, em trajetória crescente, atingiu 53,3 meses em 2015 (51,4 meses em 2014) e 55,4 meses em janeiro de 2016.

A taxa de juros implícita da DLSP atingiu 29,7% em 2015 (19,3% em 2014), influenciada pelo resultado obtido nas operações de *swap* cambial. A taxa implícita acumulada em doze meses situou-se em 31,9% em janeiro de 2016.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$3.927,5 bilhões (66,2% do PIB) em 2015. O crescimento anual de 9,0 p.p. do PIB refletiu impactos de emissões líquidas de dívida (2,3 p.p.), da incorporação de juros nominais (7,5 p.p.), da depreciação cambial acumulada no ano (1,6 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-2,3 p.p.).

## 3.4 Conclusão

A evolução das operações de crédito no trimestre encerrado em fevereiro de 2016 mostrou-se consistente com a trajetória da atividade econômica e das condições monetárias. Ressaltem-se, ainda, os impactos, sobre decisões de endividamento, decorrentes dos efeitos da retração da

atividade sobre os indicadores de emprego e renda, e da manutenção, em patamar reduzido, dos indicadores de confiança de consumidores e empresários.

O crescimento anual registrado no *deficit* primário em 2015 repercutiu, em especial, os impactos da redução no nível da atividade econômica sobre a arrecadação e do equacionamento de passivos com bancos federais e com o FGTS. Nesse contexto, ganham relevância as perspectivas de que medidas de ajuste fiscal de longo prazo sejam apresentadas e aprovadas, e contribuam para que os indicadores de endividamento retomem trajetória consistente com o ambiente de estabilidade macroeconômica.

**Tabela 4.1 – Maiores economias**

Componentes do PIB<sup>1/</sup>

Discriminação	Variação % anualizada						
	2014			2015			
	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>PIB</b>							
Estados Unidos	4,6	4,3	2,1	0,6	3,9	2,0	1,0
Área do Euro	0,2	1,2	1,4	2,3	1,6	1,2	1,3
Reino Unido	3,2	2,6	2,7	1,7	2,4	1,7	1,9
Japão	-7,9	-2,5	2,2	4,6	-1,4	1,4	-1,1
China	7,4	7,4	7,0	5,3	7,8	7,4	6,6
<b>Consumo das famílias</b>							
Estados Unidos	3,8	3,5	4,3	1,8	3,6	3,0	2,0
Área do Euro	0,7	1,7	2,2	1,8	1,2	2,0	0,9
Reino Unido	3,1	2,0	2,1	3,4	3,7	2,6	2,7
Japão	-18,4	-0,1	2,7	0,9	-3,3	1,4	-3,4
<b>Formação Bruta de Capital Fixo das empresas</b>							
Estados Unidos	4,4	9,0	0,7	1,6	4,1	2,6	-1,9
Área do Euro <sup>2/</sup>	-1,8	2,1	1,9	5,9	0,4	1,8	5,4
Reino Unido <sup>2/</sup>	11,0	7,5	0,5	5,6	6,4	-0,5	-0,2
Japão	-15,2	-1,3	-0,3	11,9	-4,5	3,0	6,3
<b>Investimento residencial</b>							
Estados Unidos	10,4	3,4	10,0	10,1	9,3	8,2	8,0
Área do Euro <sup>3/</sup>	-9,1	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Reino Unido	8,1	15,7	-1,2	-0,4	21,4	-11,0	15,8
Japão	-36,1	-25,6	-1,6	8,7	9,7	6,6	-4,7
<b>Exportações de bens e serviços</b>							
Estados Unidos	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,1	0,7	-2,7
Área do Euro	4,1	6,6	5,1	5,7	6,8	0,9	0,9
Reino Unido	4,9	1,6	15,9	-1,0	12,4	-1,9	-0,5
Japão	0,4	6,0	13,3	8,6	-17,2	10,9	-3,3
<b>Importações de bens e serviços</b>							
Estados Unidos	9,6	-0,8	10,3	7,1	3,0	2,3	-0,6
Área do Euro	4,6	6,0	4,7	8,7	3,9	4,7	3,8
Reino Unido	-2,0	8,3	11,8	13,9	-9,2	11,3	4,7
Japão	-16,0	2,5	4,3	7,7	-9,8	5,2	-5,6
<b>Gastos do Governo</b>							
Estados Unidos	1,2	1,8	-1,4	-0,1	2,6	1,8	-0,1
Área do Euro <sup>4/</sup>	0,8	1,2	0,6	1,8	1,1	1,3	2,2
Reino Unido <sup>4/</sup>	3,2	1,1	-1,4	1,8	4,1	2,2	1,9
Japão	-2,6	2,4	1,1	-1,5	3,7	-0,9	-0,5

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.

O processo de recuperação da economia global perdeu impulso no quarto trimestre de 2015 e início deste ano, destacando-se o menor dinamismo da atividade econômica, em especial, no Japão e nas economias emergentes, inclusive na China. Nos Estados Unidos da América (EUA), a relativa robustez do mercado de trabalho contribuiu para que o consumo sustentasse o dinamismo da atividade, mitigado pela contribuição negativa do setor externo, em ambiente de apreciação do dólar e menor vigor da demanda externa.

Incertezas associadas ao ritmo de normalização da política monetária nos EUA, turbulências nos mercados cambial e acionário na China, deterioração das perspectivas de crescimento global, retração nos preços de *commodities* e risco de materialização de cenário deflacionário em economias maduras provocaram elevação da aversão ao risco e volatilidade nos mercados financeiros globais, com impactos negativos sobre o apreçamento de ativos.

Nesse contexto, os índices inflacionários mantiveram-se em níveis deprimidos nas economias maduras, o que, a despeito do início do processo de normalização monetária nos EUA, favoreceu a manutenção de políticas ainda acomodáticas pelos bancos centrais das economias desenvolvidas.

## 4.1 Atividade econômica

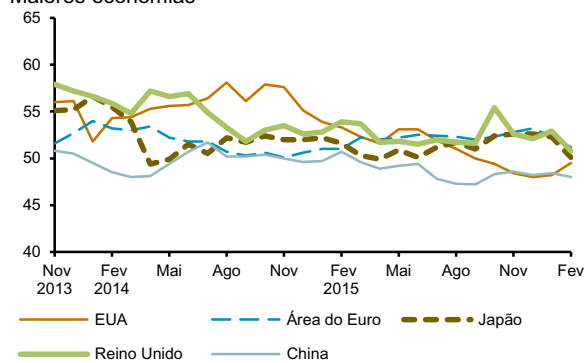
A taxa de crescimento trimestral anualizada do PIB dos Estados Unidos da América (EUA) atingiu 1,0% no quarto trimestre de 2015 (2,0% no terceiro), com destaque para as contribuições do consumo das famílias (1,4 p.p.), que aumentou 2,0% no período, e do investimento residencial (0,3 p.p.). O setor externo exerceu impacto de -0,3 p.p., no trimestre, reflexo de contrações de 2,7% nas exportações e de 0,6% nas importações.

A produção industrial registrou aumento mensal de 0,9% em janeiro, ressaltando-se que a expansão de 0,5% do setor manufatureiro foi condicionada, em especial, pelo



**Gráfico 4.1 – PMI manufatura**

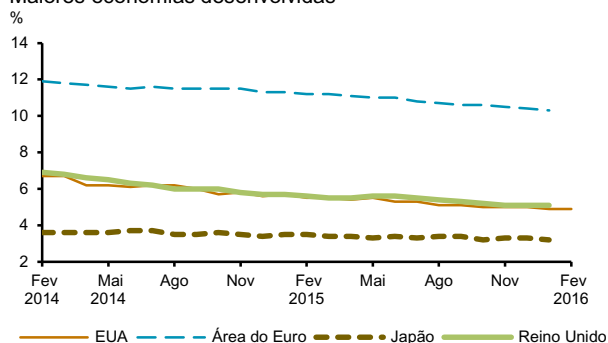
Maiores economias



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego**

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

crescimento de 2,8% da indústria automotiva. Na mesma base de comparação, evidenciando o momento favorável da economia dos EUA, as encomendas de bens de capital aumentaram 20,0%. O Índice Gerente de Compras (PMI) para o setor manufatureiro, calculado pelo *Institute for Supply Management* (ISM), registrou 49,5 pontos em fevereiro (48,2 pontos em janeiro), situando-se pelo quinto mês consecutivo em patamar inferior a 50 pontos, indicativo de contração.

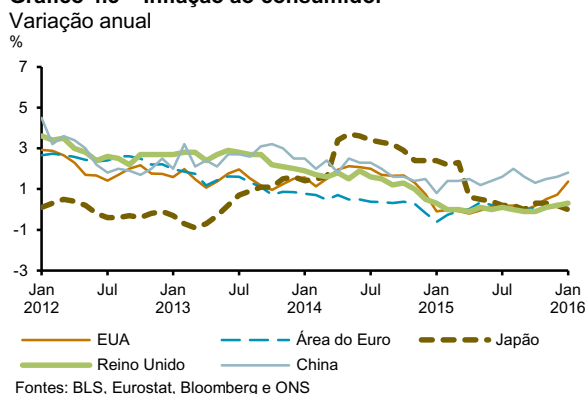
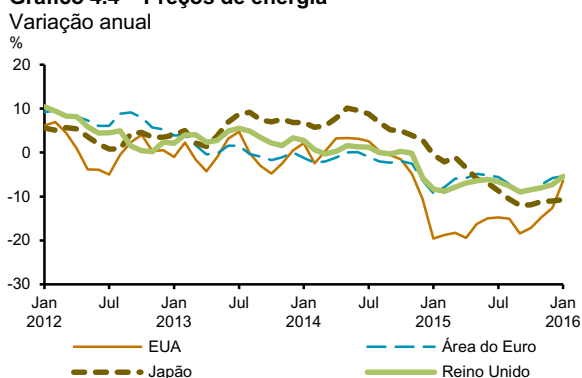
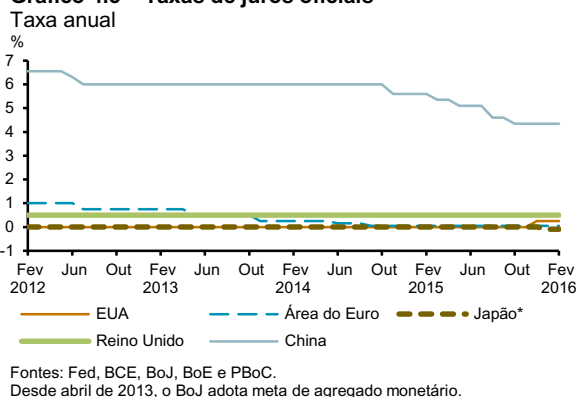
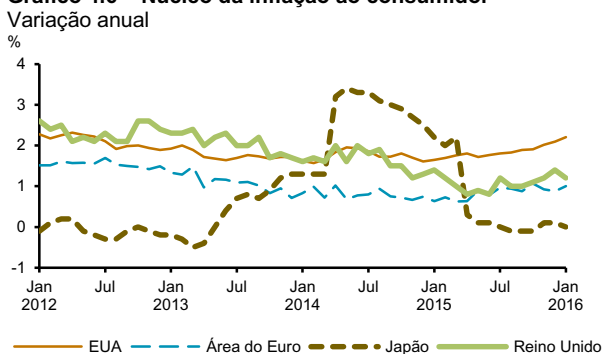
A economia dos EUA gerou 685 mil de postos de trabalho no trimestre encerrado em fevereiro (724 mil no finalizado em novembro de 2015), mês em que a taxa de desemprego atingiu 4,9%, menor patamar desde novembro de 2007. O índice de confiança do consumidor, medido pelo *Conference Board*, recuou 5,6 pontos, para 92,2 pontos, em fevereiro, mas permanece em patamar relativamente elevado quando considerados os últimos cinco anos.

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real atingiram 2,0% e 2,5%, respectivamente, no trimestre encerrado em dezembro, período em que a taxa de poupança das famílias situou-se em 5,1%.

Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 1,3% no quarto trimestre de 2015 (1,2% no terceiro), destacando-se as expansões na Espanha (3,2%), França (1,4%) e Alemanha (1,1%). A taxa de desemprego manteve-se em trajetória declinante, situando-se em 10,3% em janeiro, menor patamar desde agosto de 2011. O PMI manufatura apresentou o segundo recuo mensal consecutivo em fevereiro, quando totalizou 51,2 pontos, indicando, ainda, expansão.

O PIB do Reino Unido cresceu, em termos anualizados, 1,9% no quarto trimestre de 2015 (1,7% no terceiro), destacando-se, no âmbito da oferta, a expansão de 2,6% no setor de serviços. A taxa de desemprego, em trajetória decrescente, registrou média de 5,1% no trimestre encerrado em janeiro (5,7% em igual período de 2015). O PMI da manufatura, acompanhando a tendência global, recuou de 52,9 pontos, em janeiro, para 50,8 pontos, em fevereiro, menor patamar em 34 meses, indicando, ainda, expansão.

No Japão, o PIB trimestral anualizado recuou 1,1% no quarto trimestre de 2015, ante aumento de 1,4% no terceiro trimestre. Destacaram-se, no âmbito da demanda, a contribuição negativa de 2,1 p.p. do consumo das famílias e o impacto positivo de 0,6 p.p. do setor externo, decorrente de recuos anualizados de 3,3% nas importações e de 5,6%

**Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor****Gráfico 4.4 – Preços de energia****Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais****Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor**

nas exportações. A produção industrial e as vendas no varejo recuaram, na ordem, 3,8% e 0,2% em janeiro, em relação a igual período de 2015. O PMI do setor industrial recuou para 50,1 pontos em fevereiro, menor patamar desde junho de 2015, indicando, ainda, expansão.

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 6,6% no quarto trimestre de 2015, ante 7,4% no terceiro trimestre. Consideradas variações interanuais, o PIB cresceu 6,8% e 6,9%, respectivamente, nos mesmos períodos. Em dezembro, confirmando 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 em 10,0%, 11,1% e 5,9%, respectivamente (10,2%, 11,2% e 6,2%, no mês anterior). Em fevereiro, o *superavit* da balança comercial somou US\$32,6 bilhões, com reduções respectivas de 25,4% e 13,8% nas exportações e nas importações. O PMI *Caixin* do setor industrial, em trajetória declinante, atingiu 48,0 pontos em fevereiro, situando-se pelo décimo-segundo mês em patamar inferior a 50 pontos, indicativo de contração.

## 4.2 Política monetária e inflação

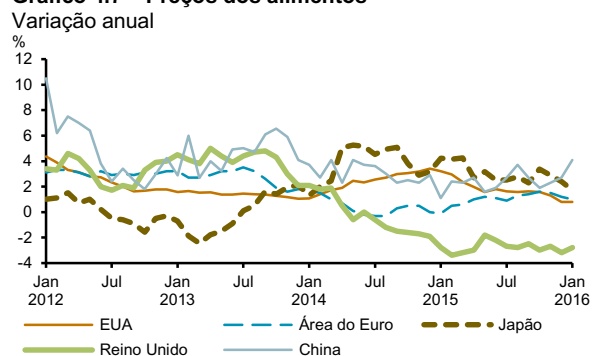
A inflação anual ao consumidor nos EUA, medida pelo IPC, atingiu 1,4% em janeiro (0,7% em dezembro). Os preços da energia recuaram 6,5%, e os dos alimentos aumentaram 0,8%, na mesma base de comparação. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia e alimentos, atingiu 2,2% no período.

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do *Federal Reserve* (Fed) decidiu, na reunião de dezembro de 2015, elevar o intervalo da meta para os juros básicos dos EUA (taxa dos *Fed funds*) de 0% a.a. a 0,25% a.a. (em vigor desde dezembro de 2008), para 0,25% a.a. a 0,5% a.a. A decisão considerou a melhora observada no mercado de trabalho e a perspectiva de que a inflação atinja, no médio prazo, o objetivo de 2,0% a.a. Em janeiro e março, o FOMC manteve a meta para os *Fed funds* no mesmo intervalo.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,3% em janeiro (0,2% em dezembro), enquanto as dos preços da energia e de alimentos, bebidas alcoólicas e fumo totalizaram -5,4% e 1,0%, respectivamente. A variação anual do núcleo do IPCH, que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,0% no período.

Na reunião de dezembro, o Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) reduziu a taxa de depósito (*deposit facility*) de -0,20% para -0,30% a.a., e manteve a taxa de juro de referência (*main refinancing rate*) em 0,05% a.a. e a taxa marginal de empréstimo (*marginal lending facility*) em 0,30% a.a. Na mesma oportunidade, o programa de compras mensais de ativos no montante de €60 bilhões foi estendido até março de 2017, podendo ser postergado, se necessário, até que a trajetória dos preços seja consistente com a meta de inflação inferior, porém próxima, a 2,0% a.a. no médio prazo. Na reunião de 10 de março de 2016, o BCE aprofundou o caráter acomodaticio da política monetária, expresso em novo corte na taxa de depósito, para -0,40% a.a., e na ampliação do programa de compras de ativos em €20 bilhões, para €80 bilhões/mês.

**Gráfico 4.7 – Preços dos alimentos<sup>1/</sup>**



Fonte: Thomson

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

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu 0,3% em janeiro (0,2% em dezembro). Na mesma base de comparação, os preços da energia recuaram 5,4% e os de alimentos, 2,8%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui os preços de energia, alimentos bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,2% no período.

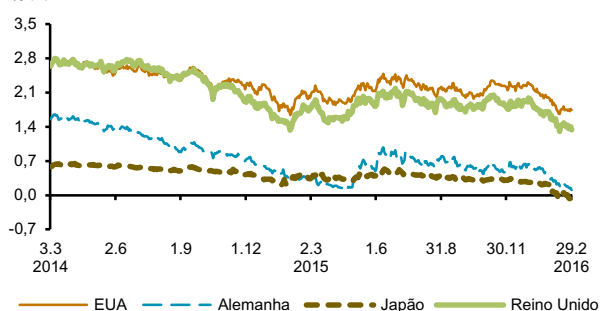
O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, nas reuniões do primeiro trimestre de 2016, a taxa de juros que remunera as reservas dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a., e o estoque do programa de compra de ativos em £375 bilhões.

No Japão, a variação anual do IPC atingiu 0% em janeiro, com os preços dos alimentos variando 1,7% e os de energia, -10,7%, no período. No mesmo intervalo, o núcleo do IPC, que exclui apenas alimentos *in natura*, registrou variação nula.

O Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) decidiu, em janeiro, introduzir o Programa de Relaxamento Monetário Quantitativo e Qualitativo (QQE) com taxa de juros negativa. O QQE opera por meio de três dimensões (quantidade, qualidade e taxa de juros): na dimensão taxa de juros, as reservas que as instituições financeiras mantêm junto ao BoJ foram divididas em três camadas, com taxas de juros diferenciadas (0,1%, 0% e -0,1%); na dimensão quantidade, o BoJ manteve a orientação de conduzir as operações de mercado aberto de modo a aumentar a base monetária ao ritmo anual de aproximadamente ¥80 trilhões; e na dimensão qualidade, o BoJ manteve, entre outras, a diretriz de conduzir compras de bônus do governo japonês (JGB) de maneira a aumentar seu saldo em aproximadamente ¥80 trilhões por ano.

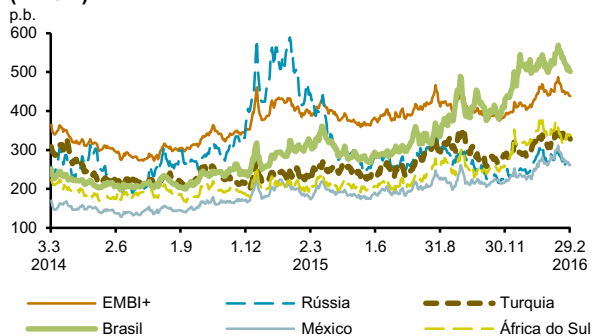
Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,8% em janeiro (1,6% em dezembro), com os preços de alimentos variando 4,1% e os da energia, -0,7%. O Banco do Povo da China (BPC), que mantém inalterada, desde outubro, a taxa de juros de referência de empréstimo de um ano em 4,35%, anunciou, ao final de fevereiro, novo corte – de 0,5 p.p. – na taxa de recolhimento compulsório sobre os depósitos de instituições financeiras, que situou-se em 15,0% para bancos pequenos e em 17,0% para bancos grandes.

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



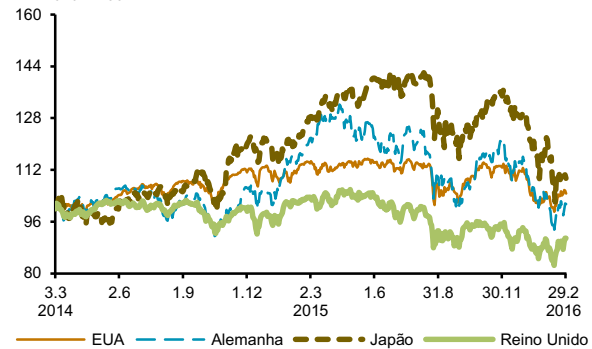
Fonte: Bloomberg

**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

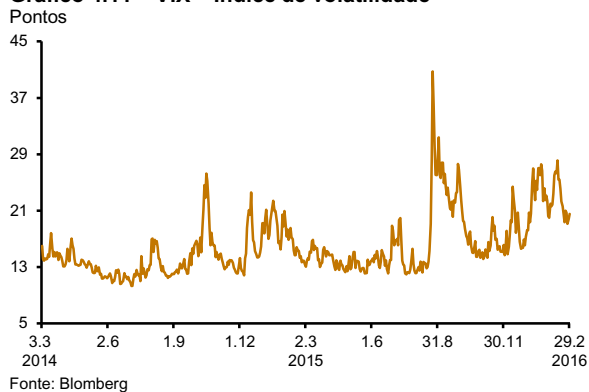
## 4.3 Mercados financeiros Internacionais

No início deste ano, houve aumento da volatilidade e da aversão ao risco nos mercados financeiros, em ambiente de deterioração das expectativas quanto ao crescimento global e de recuo nos preços do petróleo. Nesse cenário, o anúncio do BoJ quanto à adoção de taxas de juros negativas e a sinalização do BCE quanto ao aprofundamento de medidas de afrouxamento monetário favoreceram o recuo dos rendimentos dos títulos de dez anos de economias maduras no trimestre encerrado em fevereiro: Reino Unido, 49 p.b., para 1,34% a.a.; EUA, 47 p.b., para 1,73% a.a.; Alemanha, 37 p.b., para 0,11% a.a.; e Japão, 37 p.b., para -0,06% a.a.

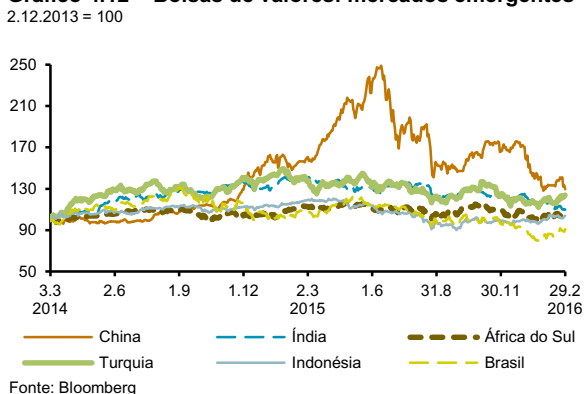
O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) – refletindo o ambiente de aumentos da aversão ao risco e das incertezas em relação ao crescimento das economias emergentes, em especial das exportadoras de *commodities* – variou 48 p.b., para 438 p.b. no trimestre encerrado em fevereiro. Destacaram-se as elevações nos indicadores da África do Sul (81 p.b.), Brasil (70 p.b.), México (44 p.b.) e Rússia (24 p.b.), que situaram-se, na ordem, em 338 p.b., 502 p.b., 262 p.b. e 256 p.b.

Os mercados acionários registraram maior volatilidade a partir de meados de dezembro, movimento que se intensificou nas primeiras semanas de 2016, quando novo episódio de desvalorização do *renmimbi* ensejou forte movimento de vendas de ativos na China. Reitere-se que a intensificação da aversão ao risco resultou, em geral, do ambiente de maior desconfiança em relação ao crescimento global e do expressivo recuo dos preços de *commodities*, em especial nas cotações do petróleo. Adicionalmente, aumentaram as incertezas em relação ao setor bancário, sobretudo na Europa, onde a atual conjuntura de taxas de juros próximas ou abaixo de zero, maiores exigências de

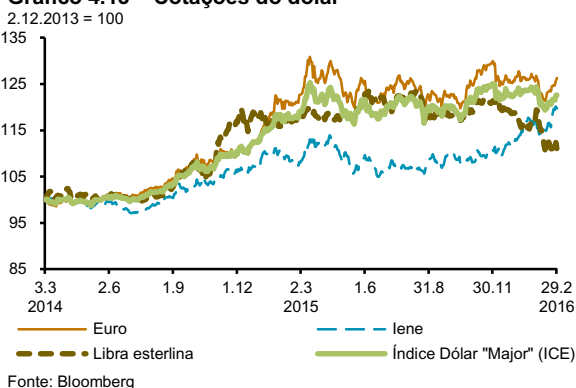
**Gráfico 4.11 – VIX – Índice de volatilidade**



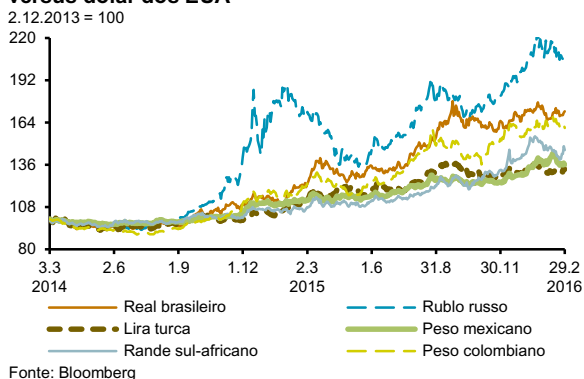
**Gráfico 4.12 – Bolsas de valores: mercados emergentes**



**Gráfico 4.13 – Cotações do dólar**



**Gráfico 4.14 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA**



capital e reduzido crescimento econômico impactam as margens das instituições bancárias.

Nesse cenário, o índice S&P 500 dos EUA, após recuar cerca de 12,0% entre o final de novembro e 11 de fevereiro, registrou perda de 7,1% no trimestre encerrado em fevereiro. Refletindo o cenário econômico mais adverso na Europa, os índices das bolsas europeias recuaram com mais intensidade, destacando-se a desvalorização de 16,6% no índice DAX, da Alemanha, no trimestre analisado. No Japão, em contexto de valorização do iene, o índice Nikkei recuou 18,8%, no período.

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX) variou 27,4% no trimestre até fevereiro, encerrando o período em 20 pontos (28 pontos em 11 de fevereiro). O indicador registrou média de 21,3 pontos no trimestre (19,2 pontos no trimestre encerrado em novembro de 2015).

As bolsas de importantes mercados emergentes recuaram no trimestre, com destaque para as retrações nos índices *Shanghai Composite*, da China (22,0%); *BSE SENSEX 50*, da Índia (12,0%); e *Ibovespa*, do Brasil (5,2%).

Nos mercados cambiais, como consequência, em parte, do *liftoff* do Fed em dezembro e do cenário de incertezas quanto à continuidade desse processo de normalização da política monetária dos EUA, o dólar recuou, no trimestre encerrado em fevereiro, 2,8% em relação ao euro e 8,5% comparativamente ao iene. No âmbito dos mercados emergentes, destaque para a valorização do dólar em relação ao *rand* sul africano (9,9%); ao peso mexicano (9,4%); e ao real brasileiro (3,8%).

## 4.4 Commodities

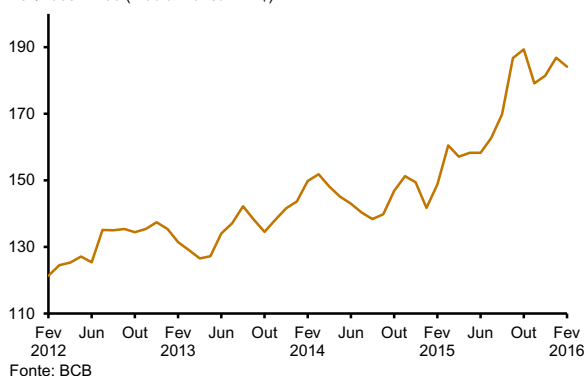
O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, aumentou 2,75% em fevereiro, em relação a novembro de 2015, com variações respectivas de 3,43%, 8,81% e -11,42% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br diminuiu 2,07% no período<sup>11</sup>. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br recuou 0,51% em relação ao trimestre encerrado em novembro de 2015.

11/O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a redução de 2,07% mencionada é impactada pelas taxas diárias de câmbio de fevereiro de 2016 e de novembro de 2015.



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

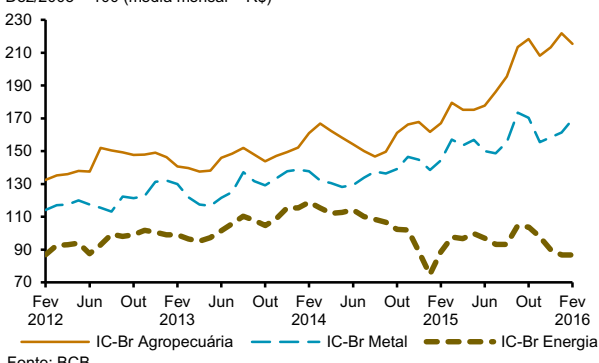
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

**Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos**

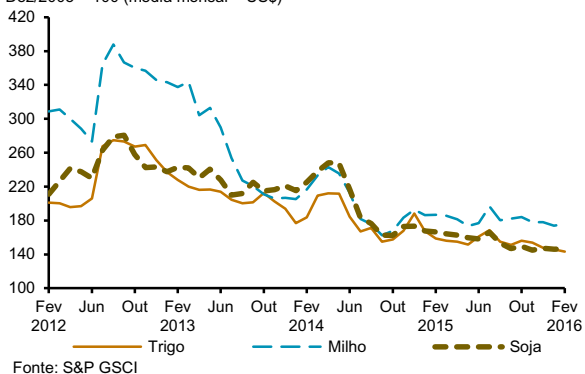
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

**Gráfico 4.17 – Commodities: trigo, milho e soja**

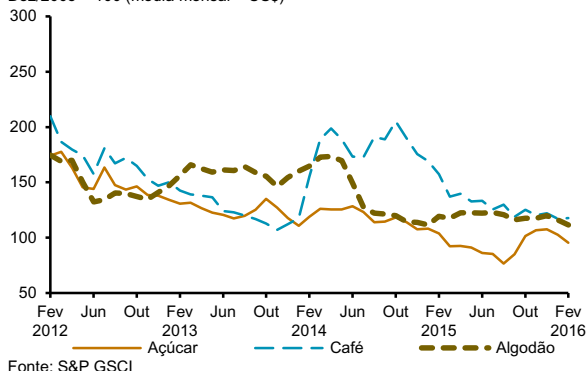
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

**Gráfico 4.18 – Commodities: açúcar, café e algodão**

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

A média do índice *S&P e Goldman Sachs Spot* recuou 15,16% em fevereiro, em relação a novembro de 2015, resultado de retrações nos segmentos de *commodities* agropecuárias (4,10%), metálicas (0,27%) e energéticas (25,77%).

A trajetória da cotação das *commodities* agropecuárias refletiu, em grande parte, os amplos estoques desses produtos, a desaceleração da demanda global e as condições climáticas favoráveis para a safra 2015/2016. Nesse cenário, as cotações do açúcar, trigo, algodão, café e milho recuaram, na ordem, 10,6%, 6,8%, 5,1%, 2,1% e 1,3%, no trimestre, enquanto a da soja aumentou 0,9%.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações do chumbo, zinco e alumínio aumentaram 8,6%, 7,0% e 2,9%, respectivamente, no trimestre encerrado em fevereiro. Essa evolução refletiu anúncios de redução da produção por parte de grandes mineradoras e a intenção do governo chinês de reduzir a capacidade instalada de produção de alguns minérios. Em sentido oposto, as cotações do cobre e do níquel recuaram 4,2% e 10,2%, respectivamente, no trimestre, influenciadas pela diminuição da demanda do setor industrial chinês e pela depreciação da moeda daquele país.

A cotação média do minério de ferro de teor 65% no mercado à vista chinês recuou 2,0%, para US\$49,00, a tonelada métrica, no trimestre encerrado em fevereiro. Essa redução é explicada, em grande parte, pela ampla oferta do produto e pela expectativa de redução da demanda chinesa.

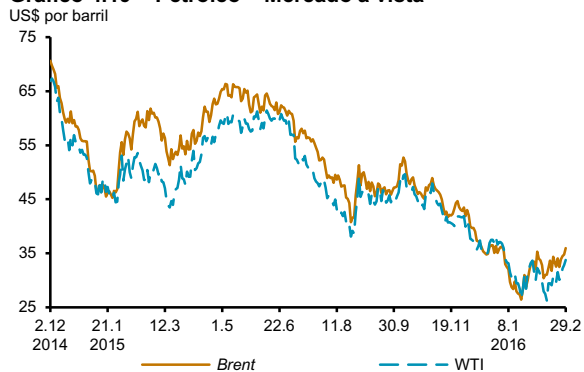
As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram US\$33,20 e US\$30,39, respectivamente, em fevereiro, recuando, na ordem, 25,3% e 28,8% em relação a novembro de 2015. Essa evolução refletiu a expectativa em relação às exportações iranianas e as revisões das estimativas para o balanço entre demanda e oferta da *commodity* em 2016 pela *International Energy Agency* (IEA) e pela *US Energy Information Administration* (EIA).

## 4.5 Conclusão

O reduzido patamar dos preços das *commodities*, a trajetória moderada de crescimento de importantes economias maduras e emergentes, incertezas quanto ao ritmo de normalização da política monetária nos EUA e os riscos deflacionários na Europa e Japão reforçaram as perspectivas de recuperação econômica global moderada em 2016 e motivaram revisões, para baixo, do crescimento da atividade no ano.



**Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista**



Nesse contexto, cresce a possibilidade de aumentar a divergência de postura de política monetária entre os bancos centrais das maiores economias, elevando-se as perspectivas de que o Fed introduza novos aumentos dos juros básicos, ainda em 2016, mesmo que de forma gradual, e de que as autoridades monetárias da Europa, Japão e China respondam às fragilidades do ambiente econômico com novas ampliações do caráter acomodatório das respectivas políticas monetárias, inclusive com adoção, em certos casos, de juros nominais negativos.

## Políticas Monetárias Assimétricas: das taxas negativas na Europa e no Japão aos movimentos de alta na América Latina

O *Federal Reserve Bank* (Fed), dos EUA, condicionado pela consolidação de dados positivos do mercado de trabalho e pela perspectiva de inflação ao redor de 2,0% a.a. no médio prazo, iniciou, em dezembro de 2015, o processo de normalização (*liftoff*) da taxa básica de juros. A intensidade desse movimento deverá ser influenciada pela evolução dos indicadores macroeconômicos do país e da economia global. Em sentido oposto, no Japão e na Europa, regiões onde as perspectivas econômicas são menos favoráveis e persistem riscos deflacionários, houve ampliação do caráter acomodatório das políticas monetárias, explícita na adoção de taxas de juros negativas no Japão, na Área do Euro, na Suécia, na Suíça e na Dinamarca. Na América Latina, as autoridades monetárias adotaram, de modo geral, posturas mais contracionistas: de dezembro de 2015 a fevereiro de 2016, os bancos centrais do Chile, Colômbia, México e Peru elevaram as respectivas taxas básicas de juros, movimento iniciado, no Brasil, em abril de 2013 e mantido até a reunião de julho de 2015, quando a meta para a taxa Selic atingiu 14,25% a.a. Este box descreve as divergências nas ações recentes das autoridades monetárias de importantes economias, maduras e emergentes, com ênfase na divergência entre a adoção de taxas negativas na Europa e no Japão, e os movimentos recentes de alta na América Latina<sup>1</sup>.

O Banco Central Europeu (BCE) foi o primeiro, no âmbito das principais economias maduras, a adotar taxa de juros negativa. Nesse sentido, a taxa de depósito foi reduzida para -0,10% a.a., em junho de 2014, e, sob a avaliação de que a dinâmica da inflação se deteriorava, em cenário de considerável margem ociosa na economia e de ambiente externo adverso<sup>2</sup>, sofreu novos cortes em setembro do mesmo ano e em dezembro de 2015, para -0,20% a.a. e -0,30% a.a., respectivamente.

1/ Este box considerou as decisões tomadas pelas autoridades monetárias até o dia 10 de março.

2/ Em relação ao cenário externo adverso, o BCE destacou o recuo no preço do petróleo, o enfraquecimento das economias emergentes, a valorização da taxa de câmbio e riscos geopolíticos.

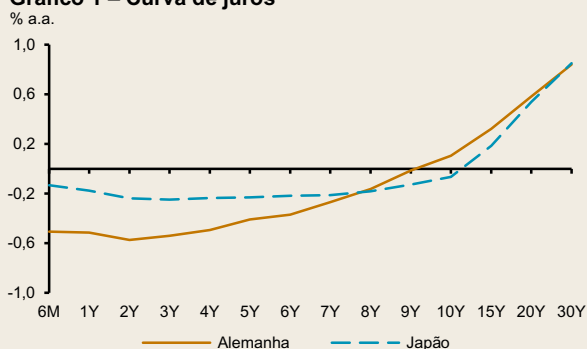
Na reunião de 10 de março de 2016, o BCE aprofundou o caráter acomodaticio da política monetária, expresso em novo corte na taxa de depósito, para -0,40% a.a., e na ampliação do programa de compras de ativos em €20 bilhões, para €80 bilhões/mês<sup>3</sup>. Na oportunidade, o BCE revisou para baixo as expectativas de crescimento, em cenário de piora nas perspectivas para a economia global e de recuo na inflação, consistente com o recuo do preço do petróleo nos meses anteriores. Em relação a movimentos futuros, o BCE explicitou que as taxas de juros deverão permanecer em patamar igual ou inferior ao atual por período superior ao das compras líquidas de ativos, que deverão persistir, pelo menos, até março de 2017.

O Banco do Japão (BoJ), avaliando o crescimento do risco de que o objetivo de estabilidade dos preços (inflação de 2,0% a.a.) não se concretize, adotou, no final de janeiro de 2016, taxa de juros negativa pela primeira vez na história. Na avaliação dos membros do BoJ, o declínio acentuado nos preços do petróleo, a volatilidade nos mercados financeiros globais e as incertezas sobre as economias emergentes, incluindo a China, poderiam prejudicar a confiança dos empresários e postergar a erradicação da mentalidade deflacionária dos agentes econômicos, com desdobramentos negativos sobre o objetivo de estabilidade dos preços. Nesse ambiente, o BoJ introduziu taxa de juros de -0,1% a.a. sobre parte dos depósitos de instituições financeiras, alertando que poderá reduzir essa taxa, se necessário.

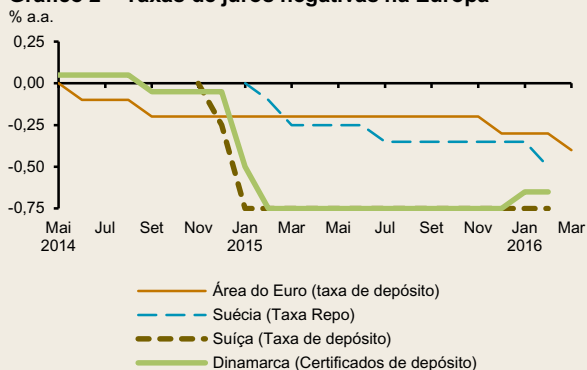
É importante ressaltar que a adoção, pelos bancos centrais, de taxas de juros negativas e de programas de compras de ativos contribuíram para a evolução da remuneração dos títulos de renda fixa. Nesse sentido, no final de fevereiro, os rendimentos dos títulos soberanos com prazos de até nove anos, da Alemanha, e dez anos, do Japão, eram negociados a taxas de juros negativas (Gráfico 1).

Os bancos centrais da Suíça (SNB), da Suécia (Riksbank) e da Dinamarca (DNB), objetivando combater riscos de deflação e/ou influenciar as trajetórias das respectivas taxas de câmbio *vis-à-vis* o euro, também adotaram taxas de juros negativas ao longo dos últimos anos (Gráfico 2).

**Gráfico 1 – Curva de juros<sup>1/</sup>**



**Gráfico 2 – Taxas de juros negativas na Europa**



3/ Adicionalmente, o BCE também reduziu as taxas de juros sobre as *main refinancing operations* para 0% (de 0,05% a.a.) e sobre a *marginal lending facility* para 0,25% a.a. (de 0,30%).

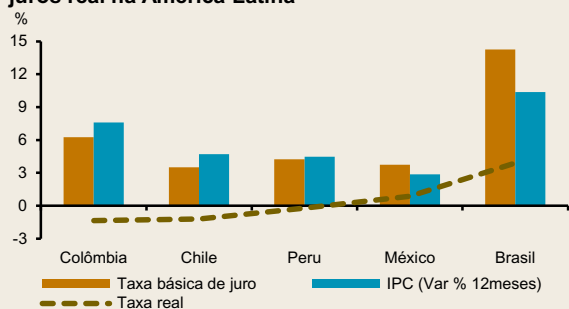
Na Suécia, avaliando o risco de recuos adicionais nas expectativas de inflação, o comitê executivo do Riksbank reduziu a taxa *repo* para -0,1% a.a. em fevereiro de 2015, situando-a no campo negativo pela primeira vez<sup>4</sup>. A taxa recuou em outras três oportunidades, a última em fevereiro de 2016, para -0,50 a.a., quando o Riksbank avaliou que, a despeito da economia continuar se fortalecendo, a inflação em 2016 poderia ser inferior à observada em 2015. Na mesma reunião, o conselho executivo do Riksbank manteve as compras de títulos do governo e afirmou estar preparado, se necessário, para adotar novas medidas expansionistas.

Na Suíça, o SNB adotou, em dezembro de 2014, taxa de -0,25% a.a. sobre os depósitos à vista de bancos e outros participantes do mercado financeiro, com o objetivo de reduzir a atratividade do franco suíço. Em janeiro de 2015, o SNB suprimiu o piso para a taxa de câmbio, até então em CHF1,20 por euro<sup>5</sup>, e promoveu recuo adicional na taxa sobre depósitos à vista, para -0,75% a.a., patamar em vigor, argumentando que o recuo nos juros era importante para que o fim do piso para a taxa de câmbio não gerasse aperto inapropriado das condições monetárias. Em dezembro de 2015, o SNB avaliou que o franco suíço continuava sobrevalorizado, a despeito da depreciação ocorrida nos meses anteriores, sinalizando disposição de manutenção da política de taxa de juros negativa e de intervenção no mercado cambial para reduzir a pressão sobre a moeda doméstica.

Na Dinamarca, o DNB avaliou, em julho de 2012, ser apropriada a adoção da taxa de -0,2% a.a. para os certificados de depósito. A decisão, representando a primeira taxa negativa determinada pelo DNB, objetivava manter a paridade entre a coroa dinamarquesa e o euro<sup>6</sup>. A taxa foi reduzida para -0,65% a.a., em janeiro de 2016.

Na América Latina, as autoridades monetárias do Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru – países que adotam o regime de metas de inflação – seguem com posturas de política monetária mais contracionistas em relação à tendência global (Gráfico 3). Em todos esses países, a última alteração na taxa básica de juros foi no sentido

**Gráfico 3 – Taxa de referência, Inflação e Taxa de juros real na América Latina<sup>1/</sup>**



Fonte: Bloomberg

1/ Referência: Fevereiro de 2016

Nota: Taxa real calculada pela variação passada da inflação.

4/ O Riksbank havia adotado anteriormente, em julho de 2014, taxa de depósito negativa (-0,50% a.a.). Em fevereiro de 2016, a taxa de depósito atingiu -1,25% a.a.

5/ O piso para a taxa de câmbio foi introduzido em um período de excepcional sobrevalorização do franco suíço em ambiente de fortes incertezas nos mercados financeiros. Na avaliação do SNB, essa medida contribuiu para proteger a economia suíça de graves danos.

6/ Na Dinamarca, o DNB segue uma política de taxa de câmbio fixa.

de alta: Brasil, em julho de 2015; Chile, em dezembro de 2015; Colômbia, México e Peru, em fevereiro último. Apenas o México registra, atualmente, inflação dentro da meta estabelecida.

No Chile, após duas altas consecutivas nas reuniões de outubro e de dezembro de 2015, o Banco Central manteve a taxa de juros de referência em 3,50% a.a. nas reuniões de janeiro e fevereiro de 2016, mesmo com a inflação acima do limite estabelecido pelo regime de metas para a inflação<sup>7</sup>. A decisão de fevereiro considerou a pertinência da prudência na condução do ajuste monetário no cenário de incertezas em relação ao ambiente internacional (reduções nos preços das *commodities*, nas perspectivas de crescimento global e nos preços das ações; aumentos nos prêmios de risco soberano e nos estímulos monetários por parte de alguns bancos centrais).

Na Colômbia, a inflação ao consumidor variou 7,6% no período de doze meses encerrado em fevereiro, patamar superior ao teto da meta de 4,0% a.a. Desde setembro de 2015, o Banco Central da Colômbia promoveu seis elevações sucessivas na taxa básica de juros (totalizando 1,75 p.p.), que atingiu 6,25% a.a., em fevereiro de 2016. Essa trajetória considerou a existência de pressões inflacionárias decorrentes, principalmente, do aumento nos preços dos alimentos e do *pass-through* associado à depreciação do peso, que aumentaram os riscos da convergência da inflação para a meta, devido a efeitos perversos sobre as expectativas e ao desencadeamento de mecanismos de indexação.

No México, a despeito da inflação situar-se no intervalo estabelecido pelo regime de metas de inflação<sup>8</sup>, a taxa de juros de referência aumentou para 3,25% a.a., na reunião de dezembro de 2015, e, após manter-se inalterada na reunião de 4 de fevereiro, passou para 3,75% a.a. em reunião extraordinária, ocorrida em 17 de fevereiro. As decisões do Banco do México consideraram que a volatilidade nos mercados financeiros internacionais e a substancial redução nos preços do petróleo, dentre outros fatores, contribuíram para a depreciação do peso, piorando o balanço de riscos para a inflação no curto

7/ Considerados períodos de doze meses, o índice de preços ao consumidor variou 4,8% em janeiro e 4,7% em fevereiro, enquanto o limite superior para a inflação estabelecido pelo regime de metas atinge 4,0%.

8/ A variação anual do índice de preços ao consumidor estava em 2,6% em janeiro, para uma meta de inflação com intervalo entre 2 e 4%. Em fevereiro, a inflação anual subiu para 2,9%.

prazo. Ressalte-se que o Banco do México advertiu que a nova alta na taxa de referência não significa, necessariamente, o início de um ciclo de contração monetária.

No Peru, objetivando reduzir a inflação para o intervalo da meta<sup>9</sup>, o Banco Central da Reserva do Peru elevou a taxa básica de juros para 4,25% a.a. em fevereiro, quarto aumento desde setembro de 2015. O aperto das condições monetárias ocorre em ambiente de recuperação da atividade econômica no país, que deverá, segundo o Banco Central da Reserva do Peru, registrar taxa de crescimento próxima à potencial, em 2016. Considerando que a alta da inflação repercutiu, ainda, os impactos da depreciação cambial e do aumento nos preços de serviços públicos, e os riscos de inércia inflacionária, a autoridade monetária – embora não alterasse a taxa básica de juros na reunião de 10 de março – não afastou a possibilidade de adotar ajustes adicionais na taxa de referência.

Em linhas gerais, este boxe descreveu as ações mais recentes de política monetária adotadas por bancos centrais de importantes economias maduras e emergentes. Houve utilização (alguns casos intensificação) de taxas negativas de juros na Europa e no Japão; gradualismo na normalização da taxa de juros nos Estados Unidos da América (EUA); e adoção de posturas mais contracionistas na América Latina. A leitura dos comunicados das autoridades monetárias evidencia o aumento recente da influência da complexidade do ambiente internacional sobre as decisões de política monetária.

---

9/ Em janeiro, o índice de preços ao consumidor do Peru registrou variação anual de 4,6%, para uma meta de inflação com intervalo de 1 a 3%. Posteriormente, em fevereiro, a taxa anual de inflação recuou para 4,5%.



**Tabela 5.1 – Movimento de câmbio**

Discriminação	US\$ bilhões				
	2015			2016	
	Fev	Jan-fev	Ano	Fev	Jan-fev
Comercial	0,6	0,4	25,5	1,9	5,3
Exportação	12,4	27,8	181,7	11,1	24,1
Importação	11,8	27,4	156,2	9,2	18,8
Financeiro <sup>1/</sup>	-1,7	2,4	-16,1	-11,2	-13,1
Compras	36,5	88,0	522,7	28,6	56,6
Vendas	38,2	85,6	538,8	39,8	69,7
Saldo	-1,1	2,8	9,4	-9,3	-7,8

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

**Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB**

Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2015	2016	Var. %
Exportação	25 796	24 593	-4,7
Importação	31 810	20 628	-35,2
Saldo	-6 014	3 965	...
Corrente de comércio	57 606	45 221	-21,5

Fonte: MDIC/Secex

**Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB**

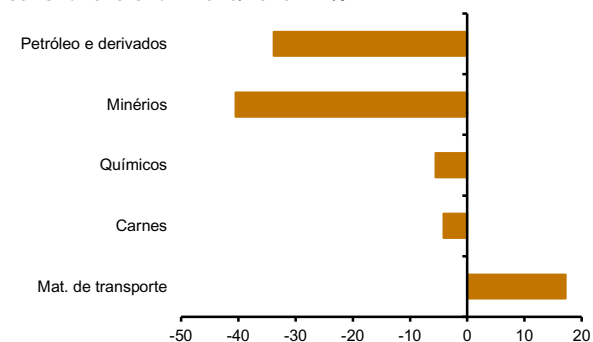
Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões		
	2015	2016	Var. %
Total	661,4	630,6	-4,7
Básicos	278,0	256,3	-7,8
Industrializados	364,2	359,4	-1,3
Semimanufaturados	112,1	106,1	-5,4
Manufaturados	252,1	253,3	0,5
Operações especiais	19,2	14,8	-22,9

Fonte: MDIC/Secex

**Gráfico 5.1 – Exportações por grupo de produtos**

Janeiro-fevereiro – 2016/2015<sup>1/</sup> – %



Fonte: MDIC/Secex

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

Os indicadores do setor externo seguiram repercutindo, nos primeiros meses de 2016, o processo de ajuste macroeconômico em curso no país. Nesse contexto, a trajetória da taxa de câmbio e a retração da atividade interna favoreceram o saldo comercial, com recuo expressivo das importações, e a redução nas despesas líquidas de serviços e de rendas. Destacam-se, nesse processo, as quedas significativas nas despesas com viagens internacionais e nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os investimentos diretos no país permaneceram em patamar adequado ao financiamento do *deficit* em transações correntes.

## 5.1 Movimento de câmbio

O mercado de câmbio contratado registrou *deficit* de US\$7,8 bilhões no primeiro bimestre de 2016 (*superavit* de US\$2,8 bilhões em igual período de 2015). Houve *superavit* de US\$5,3 bilhões no segmento comercial, reflexo de recuos respectivos de 13,2% e 31,4% nas contratações de exportações e de importações; e *deficit* de US\$13,1 bilhões no segmento financeiro, resultado de reduções de 35,7% nas compras e de 18,6% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio no bimestre resultou em vendas líquidas de US\$60 milhões em operações de linha com recompra, cujo estoque elevou-se para US\$12,3 bilhões, ao final de fevereiro de 2016. No mercado a vista, a posição vendida dos bancos aumentou US\$7,8 bilhões, para US\$27,9 bilhões, no período.

## 5.2 Comércio de bens

O *superavit* da balança comercial atingiu US\$4,0 bilhões nos dois primeiros meses de 2016. A reversão em relação ao saldo negativo de US\$6 bilhões observado em igual período de 2015 decorreu de retrações de 4,7% nas exportações e de

**Tabela 5.4 – Importação por grandes categorias econômicas – FOB**

Média diária – Janeiro-fevereiro

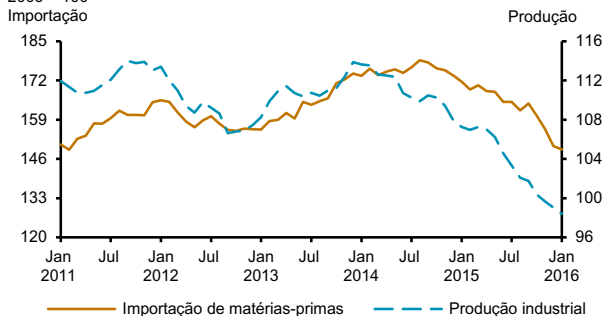
Discriminação	US\$ milhões		
	2015	2016	Var. %
Total	815,6	528,9	-35,2
Bens de capital	110,0	80,2	-27,1
Bens intermediários	465,0	307,1	-34,0
Bens de consumo	116,5	88,1	-24,4
Duráveis	30,9	14,3	-53,8
Automóveis de passageiros	19,3	8,1	-57,9
Semiduráveis e não duráveis	85,7	73,8	-13,8
Combustíveis e lubrificantes	123,9	53,3	-57,0
Petróleo	27,8	15,6	-43,9
Demais	96,2	37,7	-60,8
Bens não especificados	0,1	0,2	104,3

Fonte: MDIC/Secex

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

Índices dessazonalizados

2006 = 100

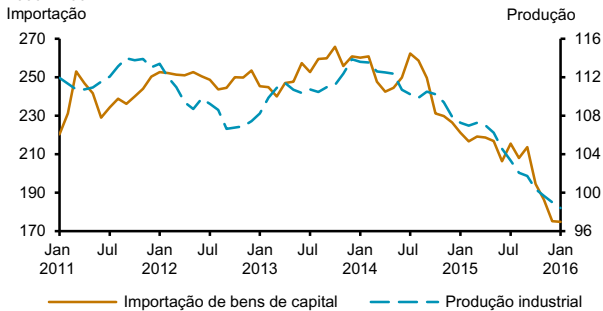


Fontes: Funcex e IBGE

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

Índices dessazonalizados

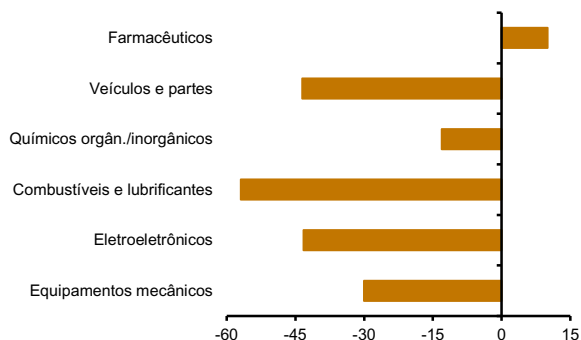
2006 = 100



Fontes: Funcex e IBGE

**Gráfico 5.4 – Importações por grupo de produtos**

Janeiro-fevereiro – 2016/2015<sup>1/</sup> – %



Fonte: MDIC/Secex

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

35,1% nas importações, que totalizaram US\$24,6 bilhões e US\$20,6 bilhões, respectivamente, no bimestre. A corrente de comércio atingiu US\$45,2 bilhões, recuando 21,5% no período.

As exportações médias diárias recuaram 4,7% no primeiro bimestre de 2016, em relação a igual período de 2015, com reduções nas vendas de produtos básicos, 7,8% (minério de ferro, -45,6%; petróleo em bruto, -29,0%), e de semimanufaturados, 5,4% (semimanufaturados de ferro e aço, -41,0%; ferro-ligas, -16,1%), e aumento de 0,5% nas de bens manufaturados (automóveis, 79,8%; aviões, 24,6%). As participações das exportações dessas categorias de fator agregado no total dos embarques atingiram, na ordem, 40,7%, 16,8% e 40,2%, ante 42,0%, 16,9% e 38,1%, respectivamente, no primeiro bimestre de 2015. O recuo na participação das vendas de básicos foi resultado da retração nos preços de *commodities* importantes na pauta de exportações do país, em especial minério de ferro, petróleo, café e carnes.

A média diária das importações recuou 35,1% no primeiro bimestre de 2016, em relação a igual intervalo de 2015. Houve retrações nas aquisições em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes, 57,0%, em razão da acentuada redução nos preços internacionais de petróleo, gás e derivados; bens de consumo duráveis, 53,8% (automóveis, -57,9%); bens de capital, 27,1% (equipamentos de transporte industrial, -53,5%; demais bens de capital, -22,9%); matérias-primas e bens intermediários, 34,0% (peças e acessórios para bens de capital, -39,8%; insumos industriais elaborados, -34,2%); bens de consumo semiduráveis e não duráveis, 13,8% (alimentos e bebidas elaborados, -16,8%). Observe-se, para o período, as reduções nas representatividades das aquisições de combustíveis e lubrificantes no total das importações, 5,1 p.p., para 10,1%; e de bens de consumo duráveis, 1,1 p.p., para 2,7%. As participações nas compras externas de bens de capital, matérias-primas e intermediários, e de bens de consumo semiduráveis aumentaram, na ordem, 1,7 p.p., 1,1 p.p. e 3,5 p.p. em relação ao primeiro bimestre de 2015, para 15,2%, 58,1% e 14%, respectivamente.

A média diária da corrente de comércio reduziu-se no período, com destaque para os recuos nas transações com a China (22,6%), EUA (22,2%), União Europeia (18,2%) e Mercosul (17%). A corrente de comércio com os demais países da Ásia e da América Latina e Caribe retraiu 24,4% e 22,1%, respectivamente, no bimestre.

**Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB**

Média diária – Janeiro-fevereiro

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2015	2016	Var. %	2015	2016	Var. %	2015	2016
Total	661	631	-4,7	816	529	-35,2	-154	102
A.Latina e Caribe	137	133	-3,2	124	77	-37,8	13	56
Mercosul-5 <sup>1/</sup>	75	68	-8,7	54	39	-28,5	21	30
Argentina	47	49	4,4	41	28	-30,9	6	20
Demais	28	20	-30,5	13	10	-21,1	15	9
EUA <sup>2/</sup>	97	81	-16,0	117	85	-27,3	-20	-4
UE	133	120	-9,2	164	122	-25,5	-32	-2
Rússia	7	8	10,4	10	6	-47,0	-3	2
Oriente Médio	39	34	-12,4	19	15	-20,4	20	19
Ásia	185	194	4,9	299	176	-41,1	-114	18
China	74	82	11,7	166	103	-37,9	-92	-21
Outros	111	112	0,4	133	73	-45,0	-22	38
África	28	30	7,1	42	21	-49,4	-14	9
Demais	36	30	-16,3	40	26	-34,2	-4	4

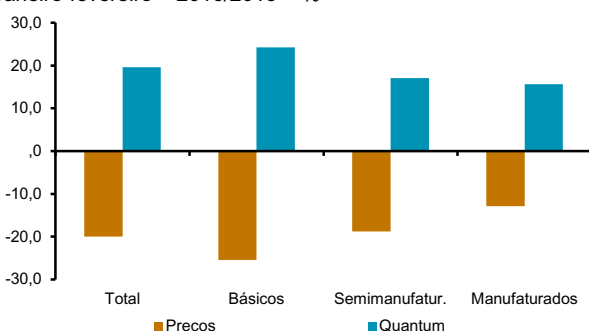
Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

**Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum**

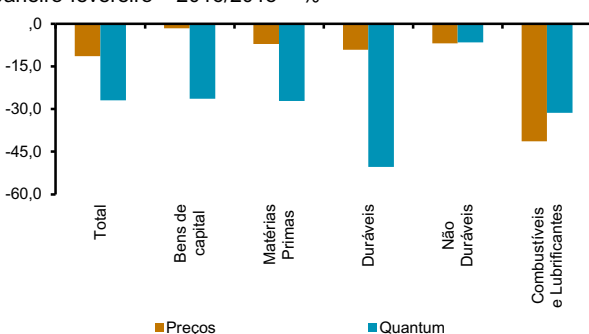
Janeiro-fevereiro – 2016/2015 – %



Fonte: Funcex

**Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum**

Janeiro-fevereiro – 2016/2015 – %



Fonte: Funcex

A Ásia manteve-se como principal destino das exportações brasileiras no primeiro bimestre de 2016 (30,8% do total), seguindo-se América Latina e Caribe (21,1%), União Europeia (19,1%) e EUA (12,9%). Essas participações variaram 2,8 p.p, 0,3 p.p, -1,0 p.p. e -1,7 p.p., no período, ressaltando-se que o aumento no comércio com os países da Ásia foi determinado, primordialmente, pelo aumento do volume exportado para a China.

Os principais mercados de origem das importações brasileiras no bimestre foram a União Europeia (23,1% do total), China (19,5%), EUA (16,1%) e América Latina e Caribe (14,6%), com variações respectivas de 3,0 p.p, -0,9 p.p., 1,7 p.p. e -0,6 p.p. em relação aos dois primeiros meses de 2015.

A redução de 4,7% nas exportações nos dois primeiros meses de 2016, em relação a igual período de 2015, refletiu, de acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), variações de -20,0% nos preços e de 19,6% no *quantum*. A evolução dos preços repercutiu recuos nas categorias de produtos básicos (25,4%), semimanufaturados (18,8%) e de bens manufaturados (12,9%), e a trajetória do volume exportado, elevações nas categorias de produtos básicos (24,2%), semimanufaturados (17,1%) e manufaturados (15,6%).

O recuo de 35,1% no valor das importações nos dois primeiros meses de 2016, em relação a igual período de 2015, decorreu de retrações de 26,9% no *quantum* e de 11,4% nos preços. Houve reduções nas quantidades importadas em todas as categorias de uso, com ênfase em bens de consumo duráveis (50,4%) e combustíveis e lubrificantes (31,3%). A trajetória dos preços resultou, em especial, de recuos nas categorias de combustíveis e lubrificantes (41,4%) e de bens de consumo duráveis (9,1%).

## 5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes totalizou US\$6,7 bilhões no primeiro bimestre de 2016 (US\$19,3 bilhões em igual período de 2015). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* atingiu US\$46,3 bilhões em fevereiro (2,67% do PIB).

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$3,3 bilhões no bimestre, recuando 48,3% em relação a igual intervalo de 2015. Destaque para as reduções de 83,6% no *deficit* em viagens internacionais, repercutindo recuo de 54,9% nos gastos de turistas brasileiros no exterior e aumento de 14,7%

nos gastos de turistas estrangeiros no país; e redução de 69,0% nas despesas líquidas com transportes, evidenciando a retração na corrente de comércio e nas vendas de passagens internacionais. A rubrica aluguel de equipamentos registrou remessas líquidas de US\$3,1 bilhões, no primeiro bimestre de 2016, crescimento de 4,3% em comparação ao mesmo período do ano anterior.

As remessas líquidas com juros atingiram US\$4,7 bilhões nos dois primeiros meses do ano, recuando 20,3% em relação a igual período de 2015. Os pagamentos de juros ao exterior diminuíram 17,7%, para US\$5,5 bilhões, e as receitas de juros cresceram 3,7%, para US\$737 milhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais aumentaram 9,2%, para US\$461 milhões.

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$2,8 bilhões no bimestre. O aumento de 88,8% em relação a igual período de 2015 foi condicionado, fundamentalmente, pela elevação da despesa de lucros reinvestidos, que pode ser explicada pela depreciação da taxa de câmbio. As empresas do setor de serviços e do setor industrial foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 55,5% e 41,7% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Diretos no País (IDP) no período, com destaque para os segmentos serviços financeiros, bebidas, eletricidade e gás; comércio; e produtos alimentícios.

A renda secundária líquida totalizou US\$513 milhões nos dois primeiros meses do ano, elevando-se 41,8% em relação a igual intervalo de 2015. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, apesar do cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, foram impulsionados pela depreciação do real e aumentaram 107,2% no bimestre.

**Tabela 5.6 – Transações correntes**

Discriminação	US\$ bilhões					
	2015			2016		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano <sup>1/</sup>
Transações correntes	-7,2	-19,3	-58,9	-1,9	-6,7	-25,0
Balança comercial	-3,1	-6,0	17,7	2,9	3,5	40,0
Exportações	12,0	25,6	190,1	13,3	24,5	190,0
Importações	15,1	31,6	172,4	10,4	20,9	150,0
Serviços	-2,8	-6,4	-36,9	-1,9	-3,3	-28,6
Transportes	-0,6	-1,2	-5,7	-0,2	-0,4	-3,5
Viagens internacionais	-1,0	-2,6	-11,5	-0,2	-0,4	-6,0
Computação, inform. e telecomunicações	-0,1	-0,3	-1,8	-0,2	-0,3	-1,5
Aluguel equipamentos	-1,6	-3,0	-21,5	-1,5	-3,1	-21,0
Demais	0,4	0,8	3,6	0,2	1,0	3,4
Renda primária	-1,5	-7,3	-42,4	-3,1	-7,5	-39,3
Juros	-1,1	-5,9	-21,9	-0,7	-4,7	-21,7
Lucros e dividendos	-0,4	-1,5	-20,8	-2,5	-2,8	-18,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,4
Renda secundária	0,2	0,4	2,7	0,3	0,5	2,9

1/ Projeção.

**Tabela 5.7 – Conta financeira**

Discriminação	US\$ bilhões					
	2015			2016		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano <sup>1/</sup>
Conta financeira	-7,8	-19,6	-54,7	-1,4	-5,8	-24,7
Investimentos diretos	-2,2	-0,3	-61,6	-5,6	-11,4	-53,0
No exterior	0,9	8,6	13,5	0,3	-0,1	7,0
No país	3,1	8,9	75,1	5,9	11,4	60,0
Participação	1,5	3,8	56,4	4,0	6,8	45,0
Op. intercompanhias	1,6	5,1	18,7	1,9	4,6	15,0
Investimentos em carteira	-3,8	-15,5	-22,0	5,1	7,1	-4,6
Ativos	-1,2	-0,7	-3,5	0,0	-0,3	-
Passivos	2,6	14,7	18,5	-5,1	-7,3	4,6
Derivativos	1,2	0,6	3,4	-0,4	0,3	-
Outros investimentos	-4,0	-6,0	23,9	-0,8	-2,4	17,9
Ativos	-0,3	2,3	44,0	-0,1	-2,8	32,8
Passivos	3,7	8,4	20,1	0,7	-0,4	14,9
Ativos de reserva	1,0	1,6	1,6	0,3	0,7	15,1

1/ Projeção.

## 5.4 Conta financeira

As captações líquidas de capital superaram as concessões líquidas em US\$5,8 bilhões nos primeiros dois meses de 2016 (US\$19,6 bilhões em igual período de 2015). As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior, que atingiram US\$8,6 bilhões nos dois primeiros meses de 2015, registraram retornos líquidos de US\$58 milhões no mesmo período de 2016, distribuídos em participação no capital, incluídos os lucros reinvestidos (US\$54 milhões) e em empréstimos intercompanhias (US\$4 milhões).

**Tabela 5.8 – Capitais estrangeiros**

Fluxos líquidos – Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2015			2016		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano <sup>1/</sup>
Capitais de LP	-0,7	-0,2	-2,8	-3,8	-9,4	0,6
Bônus públicos	-0,6	-0,7	-3,4	0,0	-0,8	0,6
Títulos privados	-0,8	-0,9	-4,7	-2,0	-2,4	-
Emprést. diretos	0,6	1,5	5,3	-1,7	-6,2	-
Emprést. de CP <sup>2/</sup>	0,8	2,9	-7,1	1,2	3,3	-
Títulos de CP	0,0	0,0	0,3	0,1	0,1	-
Títulos no país e ações totais	4,1	16,4	26,3	-3,0	-4,2	4,0
Taxas de rolagem <sup>3/</sup>						
Total:	97%	105%	101%	55%	40%	100%
Títulos	36%	45%	69%	30%	30%	100%
Emprést. diretos	112%	115%	113%	69%	43%	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	
	Ano	Jan- fev	Ano	Jan- fev	Ano <sup>1/</sup>	
Posição das reservas no período anterior	358,8	361,8	363,6	356,5	356,5	
Intervenções do Bacen	6,5	0,9	-1,8	-0,1	12,3	
A termo	-	-	-	-	-	
Spot	-	-	-	-	-	
Linhas com recompra	6,5	0,9	-1,8	-0,1	12,3	
Empréstimos em m.e.	-	-	-	-	-	
Ingressos <sup>2/</sup>	0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	
Amortizações	-	-	-	-	-	
Despesas de Juros	-	-	-	-	-	
Receitas de Juros	3,0	0,4	2,6	0,5	2,8	
Variações por preço	1,7	1,4	-0,8	1,9	1,9	
Variações por paridades	-7,8	-4,0	-7,9	0,3	0,3	
Demais <sup>3/</sup>	1,0	0,2	0,5	0,3	0,3	
Variação total	4,7	-1,0	-7,1	2,9	17,6	
Posição das reservas – Caixa	363,6	360,8	356,5	359,4	374,0	
Saldo de linhas com recompra	10,5	9,6	12,3	12,3	-	
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-	
Posição das reservas – Liquidez <sup>4/</sup>	374,1	372,1	368,7	371,7	374,0	

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.

As captações líquidas de investimento direto no país somaram US\$11,4 bilhões no período, das quais US\$6,8 bilhões relativas a aumento de participação em capital de empresas, incluídos lucros reinvestidos, e US\$4,6 bilhões a empréstimos intercompanhias. O ingresso de investimento direto no país acumulado em doze meses atingiu US\$77,6 bilhões em fevereiro (4,48% do PIB).

Os investimentos ativos em carteira no exterior registraram retorno líquido de US\$282 milhões no bimestre (US\$715 milhões nos dois primeiros meses de 2015), essencialmente pela redução em fundos de investimento. As captações líquidas de investimentos passivos em carteira apresentaram redução de US\$7,3 bilhões (aumento líquido de US\$14,7 bilhões nos dois primeiros meses de 2015), com ênfase nas saídas líquidas relacionadas a títulos de renda fixa negociados no país (US\$5,1 bilhões) e a títulos de longo prazo negociados no mercado externo (US\$3,1 bilhões). A taxa de rolagem dos títulos de longo prazo negociados no exterior situou-se em 30% nos dois primeiros meses de 2016 (45% em igual intervalo de 2015). Os títulos de curto prazo registraram desembolsos líquidos de US\$102 milhões. As amortizações líquidas de bônus da República totalizaram US\$823 milhões nos dois primeiros meses do ano, incluindo operações de recompra no mercado secundário.

Os outros investimentos ativos registraram retornos de US\$2,8 bilhões, destacando-se a redução de US\$8,4 bilhões em depósitos mantidos por bancos brasileiros no exterior. Houve expansão de US\$1,2 bilhão em depósitos de propriedade de empresas não financeiras. Os créditos comerciais e adiantamentos totalizaram concessões líquidas de US\$3,4 bilhões (US\$683 milhões no primeiro bimestre de 2015).

Os outros investimentos passivos – créditos comerciais, depósitos, empréstimos diretos com bancos e demais empréstimos contratados junto a organismos internacionais – totalizaram saídas líquidas de US\$397 milhões nos dois primeiros meses de 2016 (ingressos líquidos de US\$8,4 bilhões em igual período de 2015). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$1,4 bilhão e as amortizações líquidas de empréstimos de longo prazo, US\$5,4 bilhões. Destaque para as amortizações líquidas relativas a empréstimos diretos, US\$6,2 bilhões, com taxa de rolagem de 43%. Esse comportamento evidencia opção de prazos mais curtos para os empréstimos. Os empréstimos de curto prazo apresentaram ingressos líquidos de US\$3,3 bilhões (US\$2,9 bilhões de janeiro a fevereiro de 2015).



As reservas internacionais totalizaram, em fevereiro, US\$359,4 bilhões no conceito caixa e US\$371,7 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$2,9 bilhões e US\$3,0 bilhões em relação a dezembro de 2015). No primeiro bimestre de 2016, a liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou redução de US\$60 milhões. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$461 milhões e os impactos de variações de preço e de paridades atingiram, na ordem, US\$1,9 bilhão e US\$280 milhões.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$374 bilhões ao final de 2016, incluída a previsão de receitas de remuneração de reservas de US\$2,8 bilhões.

**Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa<sup>1/</sup>**

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013	2014	2015		2016
	Dez	Dez	Set	Dez	Fev <sup>2/</sup>
Exportações de bens	241,6	224,1	194,9	190,1	188,9
Exportações de bens e serviços	279,6	264,1	229,9	223,9	222,4
Serviço da dívida	85,1	66,7	107,6	124,7	127,9
Dívida externa bruta	312,5	352,7	344,9	334,6	330,7
Dívida externa líquida	-90,5	-45,9	-48,3	-58,0	-64,9
Reservas internacionais (liquidez)	375,8	374,1	370,6	368,7	371,7
Reservas internacionais (caixa)	358,8	363,6	361,4	356,5	359,4
PIB	2 461	2 416	1 939	1 769	1 730
<b>Indicadores</b>					
Dívida bruta/PIB (%)	12,7	14,6	17,8	18,9	19,1
Dívida líquida/PIB (%)	-3,7	-1,9	-2,5	-3,3	-3,7
Dívida bruta/exportações	1,3	1,6	1,8	1,8	1,8
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,1	1,3	1,5	1,5	1,5
Dívida líquida/exportação	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	35,2	29,8	55,2	65,6	67,7
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	30,4	25,3	46,8	55,7	57,5
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	120,2	106,1	107,4	110,2	112,4
Reservas (caixa) /dívida externa bruta (%)	114,8	103,1	104,8	106,5	108,7

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

<sup>2/</sup> Dados estimados.

## 5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para fevereiro de 2016, o serviço da dívida externa aumentou 2,6% em relação à posição apurada de dezembro de 2015. As exportações de bens recuaram 0,6% e a razão entre esses indicadores atingiu 67,7% (65,6% em dezembro de 2015). A dívida bruta recuou 1,2% e o PIB em dólares, 2,2%, resultando em aumento de 0,2 p.p., para 19,1%, na relação dívida bruta/PIB. A relação dívida líquida/PIB recuou para -3,7% no período.

A relação dívida bruta/exportações e a razão dívida líquida/exportações de bens e serviços mantiveram-se estáveis em 1,8 e -0,3, respectivamente. A relação entre as reservas internacionais (conceito liquidez) e a dívida bruta aumentou de 110,2% para 112,4%, no período.

## 5.6 Conclusão

Os primeiros resultados do balanço de pagamentos de 2016 ratificam a perspectiva de redução acentuada no *deficit* em transações correntes no ano, em cenário de depreciação do real e retração da atividade interna. Os ingressos líquidos de investimentos diretos no país seguem financiando o *deficit* em transações correntes adequadamente.



## Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2016

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2015			2016		
	Fev	Jan- fev	Ano	Fev	Jan- fev	Ano <sup>1/</sup>
Transações correntes	-7,2	-19,3	-58,9	-1,9	-6,7	-25,0
Balança comercial	-3,1	-6,0	17,7	2,9	3,5	40,0
Exportações	12,0	25,6	190,1	13,3	24,5	190,0
Importações	15,1	31,6	172,4	10,4	20,9	150,0
Serviços	-2,8	-6,4	-36,9	-1,9	-3,3	-28,6
Viagens	-1,0	-2,6	-11,5	-0,2	-0,4	-6,0
Demais	-1,8	-3,8	-25,4	-1,7	-2,9	-22,6
Renda primária	-1,5	-7,3	-42,4	-3,1	-7,5	-39,3
Juros	-1,1	-5,9	-21,9	-0,7	-4,7	-21,7
Lucros e dividendos	-0,4	-1,5	-20,8	-2,5	-2,8	-18,0
Salários	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,4
Renda secundária	0,2	0,4	2,7	0,3	0,5	2,9
Conta capital	0,0	0,1	0,4	0,0	0,1	0,4
Conta financeira	-7,8	-19,6	-54,7	-1,4	-5,8	-24,7
Investim. ativos <sup>2/</sup>	-0,6	10,2	54,0	0,2	-3,2	39,8
Inv. direto no ext.	0,9	8,6	13,5	0,3	-0,1	7,0
Ativos de bancos	-2,4	-0,8	-1,1	-4,8	-8,4	7,8
Demais ativos	0,9	2,5	41,5	4,7	5,3	25,0
Investim. passivos	9,5	32,0	113,7	1,5	3,6	79,6
IDP	3,1	8,9	75,1	5,9	11,4	60,0
Ações totais <sup>3/</sup>	1,2	2,8	10,0	0,9	0,9	4,0
Títulos no país	2,9	13,5	16,3	-3,9	-5,1	-
Emprést. e tít. LP	-0,6	-0,1	-3,6	-3,6	-8,6	-8,6
Títulos públicos	-0,6	-0,7	-3,4	-0,0	-0,8	0,6
Títulos privados	-0,8	-0,9	-4,7	-2,0	-2,4	-0,0
Empréstimos dir.	0,6	1,5	5,3	-1,7	-6,2	-
Demais <sup>4/</sup>	0,2	0,0	-0,8	0,1	0,8	-9,2
Emprést. e tít. CP	0,8	3,0	-6,8	1,3	3,4	-
Demais passivos <sup>5/</sup>	2,1	4,0	22,7	1,0	1,7	24,2
Derivativos	1,2	0,6	3,4	-0,4	0,3	-
Ativos de reserva	1,0	1,6	1,6	0,3	0,7	15,1
Erros e omissões	-0,7	-0,3	3,7	0,5	0,9	-
Memo:						
Transações corr./PIB (%)			-3,3			-1,6
IDP / PIB (%)			4,2			3,8

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 2016, levando-se em conta os dados ocorridos desde o Relatório de Inflação de dezembro de 2015, as atualizações das tendências do cenário econômico doméstico e internacional, e as estatísticas mais recentes relativas ao estoque e ao serviço do endividamento externo do país.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2016 foi reduzida, passando de US\$41 bilhões (2,6% do PIB) para US\$25 bilhões (1,6% do PIB). A revisão reflete, em parte, a elevação, de US\$30 bilhões para US\$40 bilhões, da estimativa para o *superavit* comercial, que considera recuos anuais respectivos de 0,1% e de 13,0% nas exportações e nas importações, em cenário de contração da demanda interna.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços foi reduzida de US\$33,4 bilhões, constante do Relatório de Inflação anterior, para US\$28,6 bilhões. As estimativas para as despesas líquidas com aluguel de equipamentos foram mantidas em US\$21 bilhões e o *deficit* projetado para viagens internacionais recuou US\$3 bilhões, para US\$6 bilhões, considerado o comportamento das despesas brutas no primeiro bimestre de 2016. As despesas líquidas com transportes retraíram US\$1,5 bilhão, para US\$3,5 bilhões, acompanhando as reduções da corrente de comércio e de viagens internacionais.

As despesas líquidas com rendas primárias estão projetadas em US\$39,3 bilhões (US\$40,5 bilhões estimados no Relatório anterior). As despesas líquidas com juros foram elevadas para US\$21,7 bilhões, após a atualização do cronograma em função da nova posição de dívida externa. As remessas líquidas projetadas de lucros e dividendos foram reduzidas em US\$2 bilhões, para US\$18 bilhões. As estimativas de receitas líquidas referentes a rendas secundárias, compostas principalmente pelas receitas de transferências pessoais, ficaram inalteradas em US\$2,9 bilhões.

Em relação à conta financeira, foram mantidas as projeções de aplicações líquidas de US\$7 bilhões para Investimentos Diretos no Exterior (IDE) e de ingressos líquidos de US\$60 bilhões para Investimentos Diretos no País (IDP). Portanto, estima-se que, pelo segundo ano consecutivo, o IDP financie a totalidade do *deficit* em transações correntes.

No âmbito de investimentos em carteira, as projeções para ingressos líquidos em ações e fundos de investimentos foram reduzidas de US\$6 bilhões para US\$4 bilhões, e as relativas a títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico, de US\$6 bilhões para ingressos nulos, em razão dos fluxos observados no primeiro bimestre deste ano. A projeção para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior permaneceu em 100%.

O hiato financeiro do balanço de pagamentos é previsto em *superavit* de US\$20,1 bilhões para 2016 (*superavit* US\$13,1 bilhões no Relatório anterior), permitindo aos bancos liquidar seus compromissos de linha com recompra junto ao Banco Central, US\$12,3 bilhões, e elevar o saldo de ativos mantidos no exterior, US\$7,8 bilhões. A posição de câmbio dos bancos deverá terminar o ano vendida em US\$20,5 bilhões (US\$28,3 bilhões ao final de 2015).

**Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Hiato financeiro<sup>1/</sup>**

Discriminação	US\$ bilhões					
	2015*			2016*		
	Fev	Jan-fev	Ano	Fev	Jan-fev	Ano <sup>2/</sup>
Transações correntes	-7,2	-19,3	-58,9	-1,9	-6,7	-25,0
Juros de títulos de renda fixa negociados no país – despesas	-0,5	-3,3	-6,9	-0,2	-2,6	-6,8
Juros de remuneração de reservas – receitas	0,2	0,4	2,6	0,2	0,5	2,8
Lucros reinvestidos – receitas	0,5	1,0	4,5	0,0	0,2	4,0
Lucros reinvestidos – despesas	-0,1	-0,1	-7,1	-1,7	-2,2	-5,0
Transações correntes – hiato financeiro	-7,2	-17,4	-51,9	-0,2	-2,6	-20,0
Conta financeira	-5,7	-17,4	-49,3	4,7	5,9	-40,1
Ativos	1,3	10,0	50,2	5,0	5,1	28,0
Investimento direto no exterior, exceto lucros reinvestidos	0,4	7,6	9,0	0,3	-0,2	3,0
Investimento em carteira, exceto bancos	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	-0,3	-
Outros investimentos, exceto bancos	1,1	2,8	41,6	4,7	5,6	25,0
Passivos	8,8	28,6	99,7	-0,5	-1,1	67,8
Investimento direto no país, exceto lucros reinvestidos	3,0	8,8	67,9	4,2	9,2	55,0
Investimento em carteira, exceto reinvestimento de juros no país	2,1	11,4	11,6	-5,3	-9,9	-2,2
Outros investimentos	3,7	8,4	20,1	0,7	-0,4	14,9
Demais	1,9	1,1	0,1	-0,7	-0,3	-0,4
Hiato financeiro <sup>3/</sup>	-1,6	0,1	-2,6	-4,9	-8,5	20,1
Intervenções líquidas do Banco Central <sup>4/</sup>	0,8	0,9	-1,8	-0,1	-0,1	12,3
Bancos – variação de ativos no exterior <sup>5/</sup>	-2,4	-0,8	-0,8	-4,8	-8,4	7,8

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.

\* Dados preliminares.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2015. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2018 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 1º e 2 de março, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,70/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 março de 2016.

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 atingiu 1,27% em janeiro e 0,90% em fevereiro. Dessa forma, a inflação em doze meses alcançou 10,36% em fevereiro, 2,65 p.p. acima da registrada até fevereiro de 2015. De um lado, os preços livres acumulam variação de 8,97% em doze meses (7,12% até fevereiro de 2015); de outro, os preços administrados variaram 14,94% (9,66% até fevereiro de 2015). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis atingiu 8,54% em doze meses (8,17% até fevereiro de 2015), e a dos comercializáveis, 9,45% (5,92% até fevereiro de 2015). Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação foi de 13,17% (8,99% até fevereiro de 2015) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – alcançou 7,85% (8,58% até fevereiro de 2015).

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,82% em janeiro para 0,81% em fevereiro, com o acumulado em doze meses situando-se em 8,45% (1,67 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2015). Especificamente, o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,87% para 0,69%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, passou de 0,93% para 0,86%; o núcleo por dupla ponderação, de 0,86% para 0,78%; e o núcleo por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,84% para 0,73%. Por sua vez, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,62% em janeiro para 1,00% em fevereiro. O índice de difusão do IPCA alcançou 77,2% em fevereiro (9,1 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2015) e 76,5% na média dos últimos três meses (8,0 p.p. acima da média observada entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2015).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 1,53% em janeiro e 0,79% em fevereiro. Assim, a variação em doze meses atingiu 11,93% (3,74% até fevereiro de 2015). O principal componente do IGP-DI, o IPA, atingiu 13,35% em doze meses até fevereiro, 18,83% no segmento agropecuário e 11,20% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, alcançou 10,37% em doze meses (7,99% até fevereiro de 2015). O INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,17% em doze meses (6,98% até fevereiro de 2015), com variação de 7,84% no custo de mão de obra e de 6,41% 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 0,61% em janeiro, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. A taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses foi de -4,48%. Por seu turno, o índice de produção consolidado para o Brasil, com dados agregados do PMI, registrou recorde de baixa em fevereiro (39,0) indicando deterioração da atividade do setor privado (45,1 em janeiro).

O ICI e o ICS, da Fundação Getúlio Vargas, recuaram 2,0% e 1,0%, respectivamente, em fevereiro. O ICC avançou 3,2% no mesmo período.

A atividade fabril avançou 0,4% em janeiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 9,0% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 13,8% em janeiro, em relação ao mesmo mês de 2015, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 23 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de janeiro com a de dezembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, a de bens de consumo duráveis mostrou redução (-2,4%), enquanto os segmentos de bens de capital (1,3%), bens intermediários (0,8%) e bens de consumo semi e não duráveis (0,3%) registraram modesta recuperação na margem. Comparando-se a produção de janeiro com a do mesmo mês de 2015, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (35,9%), bens de consumo duráveis (28,2%), bens intermediários (11,9%) e bens de consumo semi e não duráveis (7,2%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação avançou 1,0% de dezembro de 2015 para janeiro de 2016, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 13,9% menor do que o registrado em janeiro de 2015.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 73,6% em fevereiro. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de bens de consumo (76,5%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (63,1%). O indicador de nível de estoques para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, sugere recuo desde a divulgação do Relatório anterior. Em fevereiro, 17,7% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos (20,0% em novembro), e 5,7%, insuficientes (3,7% em novembro), de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, dados padronizados e dessazonalizados



indicam que os estoques permanecem elevados, em particular, no setor de bens de consumo não duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista recuou 10,3% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 13,3% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de -1,5% e -1,6%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses foi de -5,2% para o comércio varejista e de -9,3% para o ampliado. Em janeiro, houve redução no volume de vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, considerando os índices sazonalmente ajustados.

O PIB a preços de mercado recuou 1,4% no quarto trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após recuo de 1,7% no terceiro trimestre), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 5,9% (redução de 4,5% no terceiro trimestre, na mesma base de comparação). Em quatro trimestres, o PIB contraiu 3,8% (redução de 3,3% no valor adicionado e de 7,3% nos impostos diretos). Em termos de componentes da oferta, a produção agropecuária aumentou 1,8% em quatro trimestres; a do setor de serviços recuou 2,7%; e a industrial diminuiu 6,2%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – recuou 1,3% ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 6,8% em relação ao mesmo trimestre de 2014. O consumo do governo registrou queda de 2,9% na margem e recuou 2,9% na comparação interanual. Já a FBCF recuou 4,9% em relação ao trimestre anterior e 18,5% em relação ao quarto trimestre de 2014. No que se refere ao setor externo, as exportações de bens e serviços recuaram 0,4%, enquanto as importações recuaram 5,9% em relação ao terceiro trimestre de 2015, de acordo com a série dessazonalizada. Na comparação interanual, as exportações aumentaram 12,6%, enquanto as importações caíram 20,1%, ambas influenciadas pela desvalorização cambial registrada no período.

De acordo com a PNADC do IBGE, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em dezembro de 2015 foi estimada em 9,0%, com aumento de 2,5 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 7,6% em janeiro de 2016, subindo 0,7 p.p. frente a dezembro de 2015 e 2,3 p.p. em relação a janeiro de 2015. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em janeiro caiu 1,3% frente a

dezembro e recuou 7,4% em relação a janeiro do ano anterior. No que se refere ao emprego formal celetista, segundo dados divulgados pelo MTPS, houve redução de 99,7 mil postos de trabalho formais em janeiro de 2016 e fechamento de 1,6 milhão de vagas no acumulado dos últimos doze meses. Em suma, dados disponíveis confirmam intensificação do processo de distensão no mercado de trabalho.

O saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.513,9 bilhões em janeiro, com crescimento nominal de 6,3% em relação a janeiro de 2015. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas, financiado com recursos direcionados, cresceu 14,1% e atingiu R\$501,7 bilhões, o que corresponde a 8,4% do PIB. Os indicadores de inadimplência, em geral, têm mostrado estabilidade na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo do crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.685,3 bilhões em janeiro (6,1% superior ao observado em janeiro de 2015), enquanto a taxa de juros média para o segmento alcançou 22,7% (5,3 p.p. maior do que a observada em janeiro de 2015). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$632,8 bilhões (com crescimento de 6,4% em relação a janeiro de 2015).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de acordo com os dados divulgados pela Anbima, atingiu R\$16,7 bilhões em doze meses até fevereiro de 2016 (R\$15,4 bilhões até fevereiro de 2015). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$58,9 bilhões em doze meses até fevereiro de 2016 (R\$42,8 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\$93,8 bilhões nos doze meses até fevereiro de 2016 (R\$94,6 bilhões no mesmo período em 2015).

No que diz respeito ao comércio exterior, de acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), o *superavit* na balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$29,6 bilhões em fevereiro (ante *deficit* de US\$3,9 bilhões em fevereiro de 2015). Concorreram para esse resultado US\$189,9 bilhões em exportações e US\$160,3 bilhões em importações, com recuos de 13,2% e 28,1%, respectivamente, em relação ao

período de doze meses encerrado em fevereiro de 2015. Em doze meses até janeiro de 2016, o *quantum* exportado avançou 8,3% e o preço médio das exportações diminuiu 21,9%, enquanto o *quantum* importado recuou 16,7% e o preço médio das importações diminuiu 12,4%.

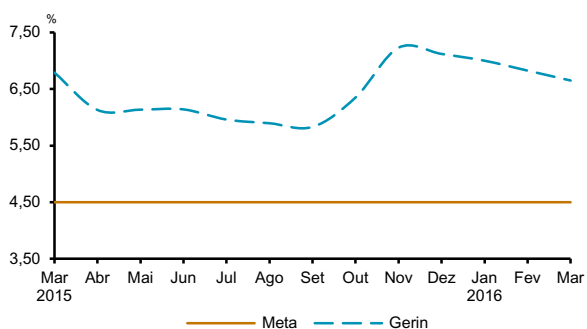
O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$51,6 bilhões em janeiro de 2016, equivalente a 2,9% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$16,5 bilhões em termos líquidos (US\$25,7 bilhões em janeiro de 2015), e as despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos” – em grande parte destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$21,9 bilhões (US\$22,7 bilhões em janeiro de 2015). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$16,1 bilhões em doze meses até janeiro de 2016 (US\$33,9 bilhões até janeiro de 2015), ao passo que as receitas com exportações desses produtos, acumuladas em doze meses, reduziram-se para US\$16,2 bilhões até janeiro de 2016, ante US\$25,5 bilhões até janeiro de 2015.

Os investimentos diretos no país têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$74,8 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 4,3% do PIB.

A atividade global deve continuar crescendo moderadamente ao longo do horizonte relevante para a política monetária, conforme indicadores antecedentes. Na Europa, as altas taxas de desemprego, a consolidação fiscal, e as incertezas políticas continuam contribuindo para contenção dos investimentos e do crescimento econômico. Nos Estados Unidos, a tendência é de recuperação da economia, entretanto antecipa-se arrefecimento na dinâmica de crescimento. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade tem sido constantemente revisado para baixo, em cenário cercado de incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. As taxas de inflação permanecem baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.

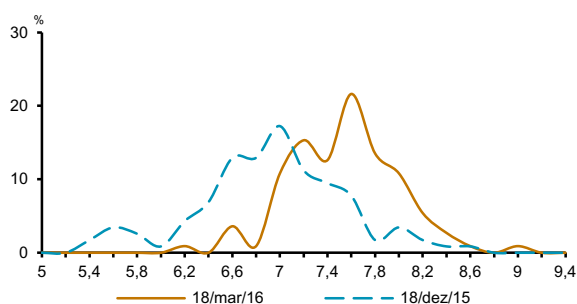
O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* avançou desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$40. A complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda e da oferta global. Em relação às demais *commodities*, houve aumento de 17,53% nos preços das metálicas e de 1,29% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 18 de março, o índice de

**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



preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), em dólares, avançou 6,01% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de dezembro de 2015.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2016 deslocou-se de -2,80% para -3,60%, entre 18 de dezembro de 2015, data de corte do Relatório anterior, e 18 de março de 2016, data de corte deste Relatório. Para 2017, a taxa de crescimento se deslocou de 1,00% para 0,44%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 6,87% para 7,43%, para 2016; e de 5,17% para 6,00%, para 2017. Já a inflação projetada para os próximos doze meses registrou queda de 0,47 p.p., deslocando-se de 7,12% para 6,65%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2015, houve queda 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 0,62% para 0,46%.

## 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 vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

Relativamente à economia internacional, desde o Relatório anterior, a atividade global mostrou tendência de maior moderação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, as evidências apontam taxas de crescimento mais modestas e abaixo do crescimento potencial nas economias maduras. Destacam-se também incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Relativamente à economia doméstica, o cenário central contempla inflação ainda elevada, em decorrência do processo de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, combinada com ritmo de expansão da atividade inferior ao inicialmente previsto. São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico os impactos nos preços dos ativos de incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, especialmente após novo rebaixamento, em fevereiro, da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma agência de avaliação de risco.

No âmbito internacional, as perspectivas recentes indicam modesta recuperação da atividade nas economias maduras. Nos

Estados Unidos, ainda que se antecipe algum arrefecimento na dinâmica de crescimento, números recentes referentes ao 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, adotando, inclusive, juros nominais negativos. Na Área do Euro, o BCE iniciou mais uma 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. O Comitê ainda observa que importantes economias emergentes experimentam período de transição. Nesse contexto, de redução no ritmo de atividade, destaca-se a continuada preocupação com a economia chinesa e seus desdobramentos para outras economias.

Em resumo, o Comitê avalia que, no horizonte relevante, o cenário é de crescimento global moderado, 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 o ambiente externo permanece especialmente complexo. Entretanto, em que pese a ocorrência de episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, o Comitê identifica, ainda, baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

Os índices agregados de preços de *commodities*, medidos em dólares, mostram recuperação na margem, após tendência de queda iniciada no segundo semestre de 2014. 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 por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto por intermédio das expectativas de inflação. Deve-se ressaltar, também, o aumento das incertezas geradas pelos baixos preços do petróleo e suas implicações para empresas do setor e países produtores, bem como para os mercados financeiros em geral, com riscos para a estabilidade financeira global.

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 continuam a se ajustar, indicando ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano inferior ao previsto anteriormente. Esse processo está sendo especialmente 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, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se intensificar. 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, 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.

Na visão do Copom, as mudanças citadas no parágrafo anterior, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento da demanda agregada no médio prazo mais favorável 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 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 e internacional. Ressalte-se a importância de se perseverar na promoção de reformas estruturais de forma a assegurar a consolidação fiscal em prazos mais longos.

No mercado de fatores, como antecipado, o Copom observa que a margem de ociosidade no mercado de trabalho encontra-se elevada, com dados confirmando a intensificação da distensão esperada 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 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. 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 permanece originando 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 quarto trimestre de 2015, redução pelo sétimo trimestre consecutivo. Em termos anuais, 2015 foi o segundo ano consecutivo de queda da taxa de investimento. Especificamente no segmento empresarial, vários fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação bruta de capital fixo, entre os quais, a baixa confiança dos empresários, intensificada por incertezas a respeito de eventos não econômicos e do processo 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, divulgada pela CNI, apresentou nova redução no trimestre terminado em janeiro, posicionando-se, em termos dessazonalizados, em níveis

significativamente inferiores aos observados durante a fase aguda da crise de 2008/2009. Esse movimento ocorreu em conjunto com o aumento 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 e as expectativas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição têm efeitos no cenário central para a inflação. 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.

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 pelo nível elevado da inflação corrente, pela dispersão de aumentos de preços, pelos efeitos residuais do processo de ajuste de preços relativos observado em 2015 e, principalmente, pelas incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição. Ainda em relação às expectativas, o Comitê observa que as projeções de mercado para 2017 e 2018 também foram afetadas, ainda que em menor grau, por esses mesmos fatores. 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 relevante 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 mudanças na percepção de risco da economia brasileira. Mesmo em cenário de aumento na aversão ao risco global, repercutindo incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa e ao ritmo de atividade global, os prêmios de risco domésticos flutuaram principalmente de acordo com desenvolvimentos locais. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê ressalta que as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos influenciam, e continuarão a influenciar, 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 os efeitos da recente valorização cambial sobre os preços domésticos dependem fundamentalmente da percepção de perenidade desse movimento.

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 do processo de realinhamento entre preços administrados e preços livres ocorrido, principalmente, em 2015. Em outra perspectiva, o Comitê nota que, a despeito da recente valorização, 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 do 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.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas na próxima seção, o Comitê considera, conforme antecipado, que o ainda elevado patamar da inflação é reflexo dos processos de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, e que fazem com que a inflação mostre resistência. Ao tempo em que reconhece que esses processos 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 seis votos a favor e dois votos pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p., manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, nas reuniões de janeiro e de março.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, ao comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. Adicionalmente, mantêm-se as incertezas em relação ao cenário externo, com destaque para a preocupação com o desempenho da economia chinesa e

seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo. Nas reuniões de janeiro e março, 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, reforçar o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias e contribuir para deter a alta das projeções de inflação. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou que as incertezas domésticas e, principalmente, externas, justificavam continuar monitorando a evolução do cenário macroeconômico para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária. Para estes membros, fazia-se necessário continuar acompanhando o desenvolvimento nos ambientes doméstico e externo e seus impactos sobre o balanço de riscos para a inflação, o que, combinado com os ajustes já implementados na política monetária, poderia fortalecer o cenário de convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

Em janeiro e em março, 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 tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas 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, neste ano, a dinâmica dos preços administrados e um hiato do produto mais desinflacionário que o inicialmente previsto 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 ao comportamento recente das expectativas e das taxas observadas de inflação, combinados com a presença de mecanismos de indexação



na economia brasileira, e quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição. Some-se a isso o fato de que o processo de realinhamento de preços relativos mostrou-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Adicionalmente, remanescem incertezas em relação ao comportamento da economia mundial. Nesse contexto, o Comitê reitera que essas condições não permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização monetária, e que 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 março de 2016 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,70/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de março de 2016 – ante R\$3,90/US\$ e 14,25% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro de 2015.

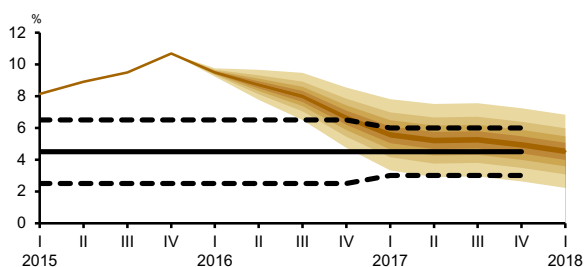
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média recuaram para 2016 e elevaram-se para 2017, em comparação aos valores divulgados no Relatório anterior. Para o último trimestre de 2016, a taxa média passou de R\$4,20/US\$ para R\$4,15/US\$. Para o final de 2017, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$4,30/US\$, ante R\$4,20/US\$, valor considerado no último Relatório. Para o final de 2018, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$4,30/US\$.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2016 reduziram-se de 15,08% a.a. para 14,25% a.a. Para o final de 2017, as expectativas de mercado deslocaram-se de 12,25% a.a. para 12,50% a.a. Para o final de 2018, as expectativas indicam taxa Selic de 11,50% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 29 p.b. e -153 p.b., em relação à atual meta para a

taxa Selic (14,25% a.a.), no quarto trimestre de 2016 e no de 2017, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 6,1% para 2016, ante 5,9% considerados no Relatório anterior. Entre outros fatores, essa projeção considera, para o acumulado de 2016, reajuste médio de 9,9% nas tarifas de ônibus urbano e redução de 3,5% nos preços da energia elétrica, consideradas as alterações anunciadas relativamente a bandeiras tarifárias. Para 2017, considera-se variação de 5,0%, mesmo valor considerado no Relatório anterior. 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).

**Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 14,25% a.a. (Cenário de referência)**  
Leque de inflação



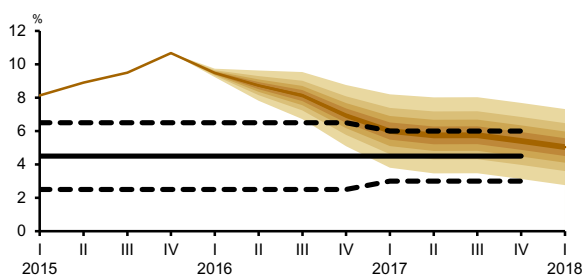
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

**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%		
2016 1	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,6	9,5
2016 2	8,3	8,5	8,6	8,8	8,9	9,1	8,7
2016 3	7,4	7,6	7,9	8,1	8,3	8,6	8,0
2016 4	5,9	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	6,6
2017 1	4,6	5,0	5,4	5,7	6,1	6,5	5,6
2017 2	4,3	4,7	5,0	5,4	5,7	6,1	5,2
2017 3	4,3	4,7	5,1	5,4	5,8	6,2	5,2
2017 4	4,0	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	4,9
2018 1	3,6	4,0	4,3	4,7	5,1	5,5	4,5

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

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



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

Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 0,50% do PIB para 2016 e de 1,30% do PIB para 2017. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do resultado estrutural em relação ao observado no período anterior. Cabe destacar, ainda, que indefinições e alterações significativas nas trajetórias de resultados primários impactam as projeções de inflação, em particular, para prazos mais longos.

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

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,6% em 2016, 0,4 p.p. maior do que a projetada no Relatório de dezembro 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 9,5%. No segundo trimestre de 2016, a projeção recua para 8,7%, segue em declínio para 8,0% no terceiro trimestre e encerra o ano em 6,6%. Em 2017, a projeção para o primeiro trimestre é de 5,6%, desloca-se para 5,2% no segundo e terceiro trimestres, e encerra o ano em 4,9%. No primeiro trimestre de 2018, a projeção encontra-se em 4,5%.

**Tabela 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros <sup>1/</sup>**

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2016 1	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,6	9,5
2016 2	8,4	8,5	8,7	8,8	8,9	9,1	8,7
2016 3	7,5	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7	8,1
2016 4	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,7	6,9
2017 1	5,1	5,5	5,8	6,2	6,5	6,9	6,0
2017 2	4,8	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	5,7
2017 3	4,8	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	5,7
2017 4	4,5	4,9	5,2	5,6	5,9	6,3	5,4
2018 1	4,1	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	5,0

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

1/ De acordo com o Gerin.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 55% e, em 2017, de 22%.

No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 6,9% em 2016, 0,3 p.p. acima do valor projetado no cenário de referência e 0,6 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 9,5%. Para o segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção recua para 8,7% e 8,1%, respectivamente, encerrando o ano em 6,9%. Em 2017, a projeção de inflação recua para 6,0% no primeiro trimestre, desloca-se para 5,7% no segundo e terceiro trimestres, encerrando aquele ano em 5,4%. No primeiro trimestre de 2018, a projeção encontra-se em 5,0%.

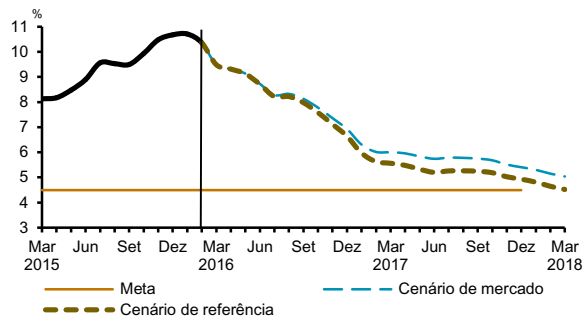
No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 65% e, em 2017, de 33%.

**Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de dezembro de 2015**

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2015 IV	10,8	10,8
2016 I	9,2	9,2
2016 II	8,1	8,2
2016 III	7,5	7,6
2016 IV	6,2	6,3
2017 I	5,5	5,6
2017 II	5,4	5,5
2017 III	5,3	5,4
2017 IV	4,8	4,9

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 nos quatro trimestres de 2016 e no primeiro e quarto trimestres de 2017. Isso se deve, em parte, à inflação ocorrida no período maior do que a projetada no Relatório anterior. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue padrão semelhante ao do cenário de referência até o primeiro trimestre de 2017. Nos demais trimestres de 2017, a projeção no cenário de mercado encontra-se acima do considerado no Relatório de Inflação anterior, em parte, devido ao menor nível da taxa Selic em 2016 e à maior depreciação cambial em 2017 considerados neste cenário.

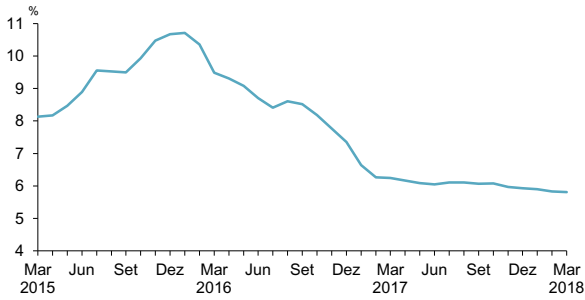
**Gráfico 6.5 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses**



O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, até o primeiro trimestre de 2018, e a trajetória de metas até 2017. Os valores referem-se à inflação ocorrida até fevereiro de 2016 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, já no primeiro trimestre de 2016, entra em período de declínio ao longo de 2016 e de 2017.

A média das estimativas geradas pelos modelos de VAR para a inflação acumulada em doze meses consta do

**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

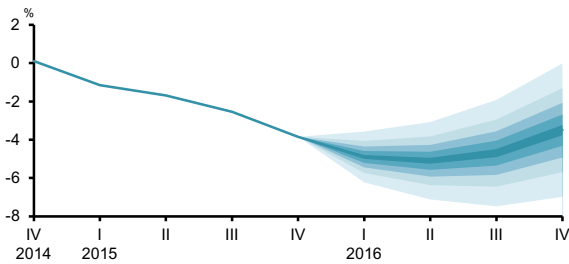


Gráfico 6.6. Até fevereiro de 2016, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação apresenta tendência declinante ao longo de 2016, convergindo para valor próximo à média incondicional ao final do horizonte de projeção.

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 -3,5% para 2016, 1,6 p.p. menor que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior.

## Decomposição da Inflação de 2015

---

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este box apresenta estimativas, com base em atualização recente da metodologia<sup>1</sup>, de componentes da taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de 2015, extraídos de decomposição baseada em modelos de projeção do Banco Central. A taxa de inflação é decomposta em seis componentes: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta; (iii) diferença entre expectativas de inflação dos agentes e meta; (iv) choque de oferta; (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados, retirando-se os efeitos do item “(ii)”. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

### Inflação e determinantes em 2015

Conforme dados da Tabela 1, a inflação de 10,67% medida pelo IPCA em 2015 foi superior aos 6,41% observados em 2014. Considerando-se os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 8,51% (6,72% em 2014), e a de preços administrados, em 18,07% (5,32% em 2014). Em bases trimestrais, a inflação de preços administrados foi elevada no primeiro trimestre de 2015 devido, principalmente, ao ajuste das tarifas de energia elétrica e da gasolina<sup>2</sup>. A inflação de administrados recuou nos trimestres seguintes, mas manteve-se acima dos valores observados nos respectivos trimestres desde 2006.

---

1/ A atualização da metodologia foi apresentada no box “Decomposição da Inflação de 2014”, do Relatório de março de 2015, e consta de Cusinato *et al* (2016).

2/ No primeiro trimestre de 2015, o reajuste de preços da energia elétrica atingiu 36,33% e o da gasolina, 9,80%. Essas variações contribuíram, respectivamente, com 4,54 p.p. e 1,58 p.p. para a inflação de administrados no trimestre.

**Tabela 1 – Inflação do IPCA: total, preços livres e preços administrados**

Discriminação	Variação % no período									
	2014					2015				
	I	II	III	IV	Ano	I	II	III	IV	Ano
Total	2,18	1,54	0,83	1,72	6,41	3,83	2,26	1,39	2,82	10,67
Preços livres	2,60	1,51	0,69	1,77	6,72	2,47	1,98	1,06	2,74	8,51
Preços administrados	0,76	1,62	1,31	1,54	5,32	8,45	3,15	2,43	3,04	18,07

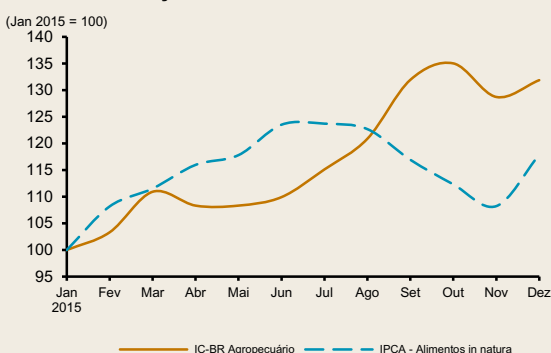
Ainda em termos trimestrais, observa-se que a inflação de preços livres em 2015, comparada com a de 2014, registrou valor abaixo do observado apenas no primeiro trimestre, e superior nos demais trimestres. Essa dinâmica reflete, em grande parte, o efeito do ajuste de preços administrados, e sua propagação, no comportamento da inflação dos preços livres, decorrente, entre outros fatores, do repasse pelas empresas, mesmo que parcial, de aumentos da energia elétrica e de combustíveis para os preços de suas mercadorias e serviços.

**Gráfico 1 – Taxa nominal de câmbio**



A partir da análise da evolução da taxa de câmbio desde julho de 2014 (Gráfico 1), é possível verificar uma tendência de alta ao longo de todo o período, correspondendo a desvalorização superior a 70%, com dois períodos de maior volatilidade, no primeiro e no terceiro trimestres de 2015, correspondendo a desvalorizações de 20,8% e de 28,1%, respectivamente. Esse movimento da taxa de câmbio, iniciado no final de 2014 e que atingiu seu valor máximo ainda no terceiro trimestre de 2015, teve impacto sobre a dinâmica da inflação ao longo de 2015.

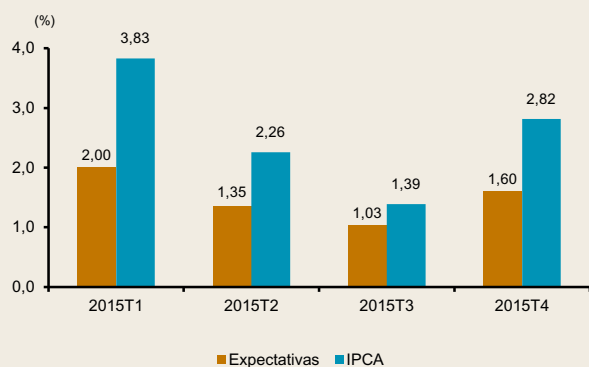
**Gráfico 2 – Preços de alimentos**



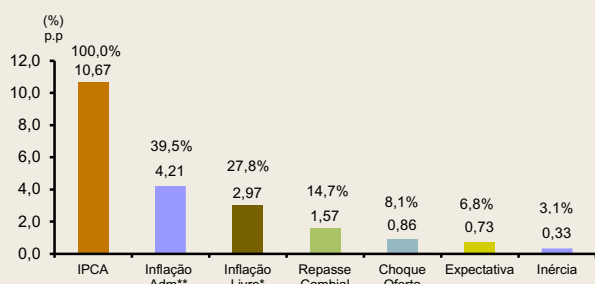
Outro determinante da inflação de 2015 foi a evolução dos preços de alimentos (Gráfico 2), importante fonte de choques de oferta. No caso dos preços de alimentos *in natura*, verificou-se aumento no primeiro semestre do ano. Por sua vez, o preço das *commodities* constantes do Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) Agropecuária mostrou alta significativa ao longo de todo o ano. O segmento alimentação e bebidas, como um todo, apresentou inflação acumulada de 12,01% em 2015, com contribuição de 2,9 p.p. no IPCA, superior aos 8,03% de 2014, que correspondeu a uma contribuição de 1,9 p.p. naquele ano. Fatores climáticos impediram que esses preços seguissem o padrão sazonal normalmente observado, o que contribuiu significativamente para a elevação do IPCA em 2015.



**Gráfico 3 – Expectativas e IPCA trimestral**

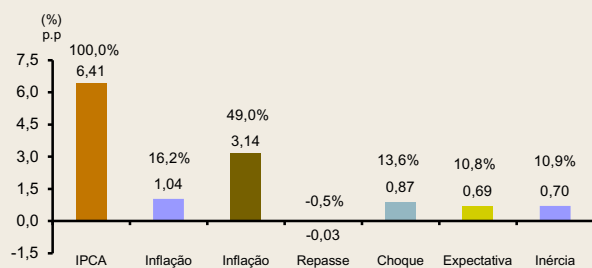


**Gráfico 4 – Decomposição da taxa de inflação de 2015**



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

**Gráfico 5 – Decomposição da taxa de inflação de 2014**



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

O Gráfico 3 mostra a comparação das expectativas de mercado para o IPCA de cada trimestre de 2015, coletadas no primeiro dia útil do trimestre anterior pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), com a correspondente variação de preços observada. Pode-se notar que, a despeito de fatores que já vinham se manifestando, como a desvalorização cambial e o ajuste nos preços administrados, a surpresa inflacionária se repetiu em todos os trimestres do ano.

## Decomposição da inflação de 2015

Considerando os seis componentes, de acordo com o Gráfico 4, nota-se que a maior contribuição para a variação absoluta do IPCA adveio dos preços administrados<sup>3</sup> (4,21 p.p.), seguida da contribuição da inflação de preços livres (2,97 p.p.), do repasse cambial (1,57 p.p.) e dos choques de oferta (0,86 p.p.). Em termos relativos, esses quatro itens responderam, respectivamente, por 39,5%, 27,8%, 14,7% e 8,1% da inflação total em 2015 – cerca de 90% do total da variação dos preços ao longo do ano. Por sua vez, as expectativas e a inércia contribuíram com 0,73 p.p. (6,8%) e 0,33 p.p. (3,1%) da variação total do IPCA, respectivamente.

Comparando a decomposição da inflação de 2015 com a de 2014 (Gráfico 5), nota-se maior contribuição dos preços administrados e do repasse cambial e menor contribuição dos preços livres e da inércia. O resultado mostra o forte efeito do realinhamento dos preços administrados sobre o IPCA de 2015. Com relação ao repasse cambial, cabe notar que, como grande parte da desvalorização observada em 2014 foi concentrada no último trimestre (18,8%), a defasagem fez com que seu impacto sobre os preços ao consumidor ocorresse apenas em 2015.

Em suma, este boxe apresentou estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo IPCA no ano de 2015. Os exercícios mostram uma elevada contribuição dos preços administrados no período, seguida pela contribuição dos preços livres e do repasse cambial.

3/ Ressalte-se que os efeitos de segunda ordem dos preços administrados sobre os preços livres não estão incluídos nessa contribuição.

## Referências

CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016). “Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014”. mimeo.

# Anexo

---

## Notas da 196ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

**Data:** 19 e 20/1/2016

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (19/1) e do 20º andar (20/1) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h10 (19/1) e 16h50 (20/1)

**Horário de término:** 19h17 (19/1) e 20h16 (20/1)

### **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 19/1)**

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 20/1)

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

Luiz Donizete Felício – 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 19/1)**

Alan da Silva Andrade Mendes – Departamento das Reservas Internacionais

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 0,96% em dezembro, 0,05 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 10,67% em dezembro (6,41% em dezembro de 2014), com os preços livres aumentando 8,51% (6,72% em dezembro de 2014), e os administrados, 18,07% (5,32% em dezembro de 2014). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 8,29% em doze meses até dezembro (5,95% em dezembro de 2014), e os de não comercializáveis, 8,67% (7,43% em dezembro de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentação e bebidas aumentaram 12,01% em doze meses até dezembro (8,03% em dezembro de 2014), e os dos serviços, 8,09% (8,33% em dezembro de 2014). Em síntese, as informações disponíveis refletem, em parte, a dinâmica de maior persistência dos preços no segmento de serviços, os processos de realinhamento de preços relativos 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 0,65% em novembro para 0,77% em dezembro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 8,47% (2,15 p.p. acima da registrada em dezembro de 2014). O núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,71% em novembro para 0,72% em dezembro; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,59% para 0,88%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,65% para 0,69%; o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,75% para 0,78%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,53% para 0,77%. O índice de difusão situou-se em 74,8% em dezembro (6,4 p.p. acima do registrado em dezembro de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,44% em dezembro, com variação acumulada em doze meses de 10,70% (3,78% em dezembro de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 11,31% em doze meses (2,17% em dezembro de 2014), 15,62% no segmento de produtos agropecuários e 9,65% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 10,53% em doze meses até dezembro (6,86% em dezembro de 2014), e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, variou 7,48% (6,94% em dezembro de 2014), em parte reflexo de pressões de custos de mão de obra, que cresceram 8,11% 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 0,05% em novembro, com variação em doze meses de 10,44%. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em novembro de 2015, o IBC-Br recuou 6,14% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, contraiu 0,52% em relação a outubro. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil caiu de 44,5 em novembro para 43,9 em dezembro, indicando uma taxa de redução acentuada. Os índices de Confiança da Indústria (ICI) e de Serviços (ICS) avançaram 1,5% e 1,0%, respectivamente, entre novembro e dezembro. Já o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) recuou 2,0% no período. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em dezembro, crescimento de 7,7% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.
5. A atividade fabril recuou 2,4% em novembro, 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 -7,7%

em novembro de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 12,4% em novembro, 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 caiu 4,0% de setembro para outubro de 2015, 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 indicador PMI do setor industrial, por seu turno, subiu de 43,8 em novembro para 45,6 em dezembro, ainda indicando, contudo, severa desaceleração no setor, evidenciada nos três grupos de mercado monitorados: bens de consumo, bens intermediários e bens de investimento.

6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de novembro com a de outubro, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens intermediários (-3,8%) e bens de consumo duráveis (-3,2%) mostraram as reduções mais acentuadas. O setor produtor de bens de capital (-1,6%) também recuou. Por outro lado, o segmento de bens de consumo semi e não duráveis (0,4%) registrou avanço em novembro. Comparando-se a produção de novembro com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-31,2%), bens de consumo duráveis (-29,1%), bens intermediários (-10,8%) e bens de consumo semi e não duráveis (-4,8%).
7. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em outubro foi estimada em 9,0%, com aumento de 2,4 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 7,5% em novembro, com queda de 0,4 p.p. em relação ao mês anterior e aumento de 2,7 p.p. em relação a novembro de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram 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 intensificação do 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 7,8% em novembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, diminuiu 13,2% em novembro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de 1,5% e de 0,5%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas, com retração em três dos dez segmentos pesquisados. Em doze meses, o comércio restrito registrou queda de 3,5%, e o ampliado, redução de 7,8% no volume de vendas. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 6,8% entre novembro e dezembro, e atingiu 61,4 pontos, o segundo 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 76,4% em dezembro e, na série dessazonalizada, 75,1%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de material para construção (79,1%), bens intermediários (75,7%) e de bens de consumo não duráveis (75,7%), seguidas pelas de consumo duráveis (73,5%) e de capital (66,8%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 24,1% no período de doze meses encerrado em dezembro.
10. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), a balança comercial registrou *superavit* de US\$19,7 bilhões em doze meses até dezembro de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$191,1 bilhões e de importações de US\$171,5 bilhões, com recuo de 15,1% e de 25,2%, respectivamente, em relação ao acumulado até dezembro de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$68,0 bilhões em novembro de 2015, equivalente

a 3,7% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos diretos no país totalizaram US\$69,9 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 3,8% do PIB.

11. Sobre a atividade global, indicadores antecedentes apontam tendência de moderação no horizonte relevante para a política monetária, com taxas de crescimento relativamente mais homogêneas nas economias maduras, ainda que baixas e abaixo do crescimento potencial. Especificamente sobre a Europa, em que pesem ações de política monetária recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas, seguem como elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Nos Estados Unidos, a tendência é de recuperação da economia, entretanto antecipa-se algum arrefecimento na dinâmica de crescimento. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade tem sido constantemente revisado para baixo, em cenário cercado de incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodatórias, reforçadas por sinais de um processo mais gradual de normalização das condições monetárias nos EUA. 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\$27. 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, acentuada pelos efeitos da desaceleração da economia chinesa, e da oferta, influenciada pela redução dos investimentos no processo de produção. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas recuaram 7,60%, enquanto os preços das metálicas permaneceram estáveis. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 17,1% em doze meses até dezembro 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 6,3% em 2016, ante 5,9% considerados na reunião do Copom de novembro. Entre outros fatores, essa projeção considera reajuste médio nas tarifas de ônibus urbano de 8,9% e variação de 3,7% nos preços da energia elétrica, mantida a bandeira tarifária em vigor. 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 5,0% em 2017.
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 12 pontos base (p.b.) e de 18 p.b. para o quarto trimestre de 2016 e de 2017, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 0,50% do PIB para 2016 e 1,30% do PIB para 2017. 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, para 2016, deslocou-se de 6,64%



para 7,00% e, para 2017, elevou-se de 5,10% para 5,40%.

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$4,00/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 para 2016 quanto para 2017, permanecendo acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 2016 e ligeiramente acima em 2017. No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2016 também se elevou em relação ao valor considerado na reunião de novembro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2017, a projeção do cenário de mercado reduziu-se em relação à considerada na última reunião, e encontra-se ligeiramente acima da meta de 4,5%.

### **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 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 e que as incertezas se ampliaram. Entretanto, em que pese a ocorrência de episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, o Comitê identifica, ainda, 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 recentes indicam modesta recuperação da atividade nas economias maduras, enquanto importantes economias emergentes experimentam período de transição. Nesse contexto, de redução no ritmo de atividade, destaca-se a crescente preocupação com a economia chinesa e seus desdobramentos para outras economias.
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

por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica. Deve-se ressaltar, também, o aumento das incertezas geradas pelos baixos preços do petróleo e suas implicações para empresas do setor e países produtores, bem como para os mercados financeiros em geral, com riscos para a estabilidade financeira global.

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 continuam a se ajustar, indicando ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano inferior ao previsto anteriormente. Esse processo está sendo especialmente 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, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se intensificar. 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, 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 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 e internacional.
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 continuar reforçando 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 forte, com dados confirmando a intensificação da 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 mostrou-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Adicionalmente, as incertezas em relação ao cenário externo se ampliaram, com destaque para a crescente preocupação com o desempenho da economia chinesa e seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo. 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 e reforçar o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou que a elevação das incertezas domésticas e, principalmente, externas, sobretudo mais recentemente, justifica continuar monitorando a evolução do cenário macroeconômico para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária. Para estes membros, faz-se necessário acompanhar os impactos das recentes mudanças nos ambientes doméstico e externo no balanço de riscos para a inflação, o que, combinado com os ajustes já implementados na política monetária, pode fortalecer o cenário de convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017.
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 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 mostrou-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Ainda, que as incertezas em relação ao comportamento da economia mundial se ampliaram. Nesse contexto, o Comitê reitera que 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.
33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 1º de março 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.

# Notas da 197ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

**Data:** 1º e 2/3/2016

**Local:** Sala de reuniões do 8º andar (1º/3) e do 20º andar (2/3) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

**Horário de início:** 16h10 (1º/3) e 16h46 (2/3)

**Horário de término:** 19h25 (1º/3) e 19h27 (2/3)

## **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 1º/3)**

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 2/3)

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

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

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

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

### **Demais participantes (presentes em 1º/3)**

Gustavo Ênio Falcão Freire – Assessor de Imprensa

Maurício Barreto Campos – Chefe de Subunidade do Departamento Econômico

Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete da Presidência

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a economia internacional, no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo governo para a inflação.

## **Evolução recente da economia**

1. A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 1,27% em janeiro, 0,31 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses registrou 10,71% em janeiro (7,14% em janeiro de 2015), com os preços livres aumentando 8,78% (7,01% em janeiro de 2015), e os administrados, 17,21% (7,55% em janeiro de 2015).

Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 8,94% em doze meses até janeiro (5,57% em janeiro de 2015), e os de não comercializáveis, 8,59% (8,29% em janeiro de 2015). Note-se, ainda, que os preços no segmento de alimentação e bebidas variaram 12,89% em doze meses até janeiro (8,72% em janeiro de 2015), e os dos serviços, 7,87% (8,76% em janeiro de 2015). Em síntese, as informações disponíveis refletem, em parte, a dinâmica de maior persistência dos preços no segmento de serviços, os processos de realinhamento de preços relativos 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 0,77% em dezembro para 0,82% em janeiro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 8,47% (1,83 p.p. acima da registrada em janeiro de 2015). O núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,72% em dezembro para 0,86% em janeiro; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,69% para 0,87%; o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,78% para 0,84%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,77% para 0,93%. Por sua vez, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio variou de 0,88% para 0,62%, no mesmo período. O índice de difusão situou-se em 77,5% em janeiro (8,6 p.p. acima do registrado em janeiro de 2015).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,53% em janeiro, com variação acumulada em doze meses de 11,65% (4,06% em janeiro de 2015). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 12,87% em doze meses até janeiro (2,27% em janeiro de 2015), 17,79% no segmento de produtos agropecuários e 10,96% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 10,59% em igual período (7,66% em janeiro de 2015), e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, variou 6,93% (6,99% em janeiro de 2015), em parte reflexo de pressões de custos de mão de obra, que cresceram 7,47% 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 0,99% em janeiro, com variação em doze meses de 10,49%. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em dezembro de 2015, o IBC-Br recuou 6,51% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, contraiu 0,52% em relação a novembro. O índice de produção consolidado para o Brasil, com dados agregados do *Purchasing Managers' Index* (PMI), apesar de ter variado de 43,9 em dezembro para 45,1 em janeiro, permanece em patamar inferior a 50, indicando, portanto, contração. Os índices de Confiança da Indústria (ICI) e de Serviços (ICS) avançaram 3,4% e 4,1%, respectivamente, entre dezembro e janeiro. Já o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) avançou 3,2% entre janeiro e fevereiro. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta para 2016 um crescimento de 0,6% na safra anual de grãos, em comparação à safra de 2015.
5. A atividade fabril recuou 0,7% em dezembro, ante o mês anterior, de acordo com a série livre de influências sazonais divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula, nos doze meses de 2015, variação de -8,3%. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 11,9% em dezembro, 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 variou 1,0% de dezembro de 2015 a janeiro de 2016, de acordo com a série livre de influências sazonais, mas encontra-se em nível 13,9% menor do que o registrado em janeiro de 2015. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, caiu de 47,4 em janeiro para 44,5 em fevereiro, indicando desaceleração corroborada pela retração observada no mercado de bens de investimento.

6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de dezembro com a de novembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens de capital (-8,2%) mostrou redução acentuada. Por outro lado, o segmento de bens de consumo semi e não duráveis (0,3%) e de bens intermediários (0,7%) registraram pequeno avanço, e o de bens de consumo duráveis (9,4%), expansão mais elevada, interrompendo quatro meses consecutivos de queda na produção. Comparando-se a produção de dezembro com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-31,9%), bens de consumo duráveis (-24,7%), bens intermediários (-11,4%) e bens de consumo semi e não duráveis (-4,2%).
7. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em novembro foi estimada em 9,0%, com aumento de 2,5 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 7,6% em janeiro, com aumento de 0,7 p.p. em relação ao mês anterior e aumento de 2,3 p.p. em relação a janeiro de 2015. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram redução de 596,2 mil postos de trabalho formais em dezembro e fechamento de 1,54 milhão de vagas no acumulado do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam intensificação do 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 7,1% em dezembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, diminuiu 11,0% em dezembro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -2,7% e de -0,9%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas, com retração em seis dos dez segmentos pesquisados. Em doze meses, o comércio restrito registrou queda de 4,3%, e o ampliado, redução de 8,6% no volume de vendas. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), subiu 0,7 p.p. entre janeiro e fevereiro e atingiu 69,1 pontos.
9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 72,4% em janeiro e, na série dessazonalizada, 73,9%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de material para construção (77,7%), bens de consumo não duráveis (75,4%) e de bens intermediários (74,3%), seguidas pelas de consumo duráveis (71,4%) e de capital (64,5%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 27,1% no período de doze meses encerrado em janeiro.
10. De acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), a balança comercial registrou *superavit* de US\$29,6 bilhões em doze meses até fevereiro de 2016. Esse resultado adveio de exportações de US\$189,9 bilhões e de importações de US\$160,3 bilhões, com recuo de 13,2% e de 28,1%, respectivamente, em relação ao acumulado até fevereiro de 2015. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$51,6 bilhões em janeiro de 2016, equivalente a 2,9% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos diretos no país totalizaram US\$74,8 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 4,3% do PIB.
11. Sobre a atividade global, indicadores antecedentes apontam tendência de moderação no horizonte relevante para a política monetária, com taxas de crescimento relativamente mais homogêneas nas economias maduras,

ainda que baixas e abaixo do crescimento potencial. Especificamente sobre a Europa, em que pesem ações de política monetária recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas, seguem como elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Nos Estados Unidos, a tendência é de recuperação da economia, entretanto antecipa-se algum arrefecimento na dinâmica de crescimento. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade tem sido constantemente revisado para baixo, em cenário cercado de incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodatórias, reforçadas por sinais de um processo mais gradual de normalização das condições monetárias nos EUA. As taxas de inflação permanecem baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.

12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* avançou desde a reunião anterior do Copom, atingindo patamares próximos a US\$37. 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, acentuada pelos efeitos da desaceleração da economia chinesa, e da oferta, influenciada pela redução dos investimentos no processo de produção. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas recuaram 0,47%, enquanto os preços das metálicas avançaram 8,54%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 15,9% em doze meses até janeiro de 2016.

#### **Avaliação prospectiva das tendências da inflação**

13. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.
14. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 5,9% em 2016, ante 6,3% considerados na reunião do Copom de janeiro. Entre outros fatores, essa projeção considera reajuste médio de 9,9% nas tarifas de ônibus urbano e redução de 3,5% nos preços da energia elétrica, consideradas as alterações anunciadas relativamente a bandeiras tarifárias. Para 2017, considera-se variação de 5,0%, mesmo valor da reunião de janeiro. 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).
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 28 pontos base (p.b.) e de 25 p.b. para o quarto trimestre de 2016 e de 2017, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 0,50% do PIB para 2016 e de 1,30% do PIB para 2017. 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, para 2016, deslocou-se de 7,00% para 7,57% e, para 2017, elevou-se de 5,40% para 6,00%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$3,95/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 para 2016 quanto para

2017, ambas se situando 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 2016 e 2017 também se elevaram em relação ao valor considerado na reunião de janeiro e encontram-se acima da meta de 4,5%.

### 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 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 especialmente complexo. Entretanto, em que pese a ocorrência de episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, o Comitê identifica, ainda, 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 recentes indicam modesta recuperação da atividade nas economias maduras, enquanto importantes economias emergentes experimentam período de transição. Nesse contexto, de redução no ritmo de atividade, destaca-se a continuada preocupação com a economia chinesa e seus desdobramentos para outras economias.
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 por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica. Deve-se ressaltar, também, o aumento das incertezas geradas pelos baixos preços do petróleo e suas implicações para empresas do setor e países produtores, bem como para os mercados financeiros em geral, com riscos para a estabilidade financeira global.
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 continuam a se ajustar, indicando

ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano inferior ao previsto anteriormente. Esse processo está sendo especialmente 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, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se intensificar. 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, 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.

24. Para o Comitê, é plausível afirmar que esses desenvolvimentos 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 e internacional. Ressalte-se a importância de se perseverar na promoção de reformas estruturais de forma a assegurar a consolidação fiscal em prazos mais longos.
25. O Copom reitera que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias anunciadas para as variáveis fiscais. Relativamente ao resultado fiscal estrutural e a depender do ciclo econômico, o Comitê pondera que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade e não descarta a hipótese de migração para a zona de contenção, mesmo que 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.
26. O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já havia sido observado e tende a persistir. A esse respeito, importa destacar que, após anos em forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos e, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, a exemplo de ações implementadas, o Comitê considera oportuno continuar reforçando as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.
27. No mercado de fatores, como antecipado em Notas anteriores, o Copom observa que a margem de ociosidade no mercado de trabalho encontra-se elevada, com dados confirmando a intensificação da distensão esperada 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.

28. O Copom considera que o ainda elevado patamar da inflação é reflexo dos processos de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, e que fazem com que a inflação mostre resistência. Ao tempo em que reconhece que esses processos 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.
29. 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 ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, ao comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. Adicionalmente, mantêm-se as incertezas em relação ao cenário externo, com destaque para a preocupação com o desempenho da economia chinesa e seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo. 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, reforçar o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias e contribuir para deter a alta das projeções de inflação. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou que as incertezas domésticas e, principalmente, externas, justificam continuar monitorando a evolução do cenário macroeconômico para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária. Para estes membros, faz-se necessário continuar acompanhando o desenvolvimento nos ambientes doméstico e externo e seus impactos sobre o balanço de riscos para a inflação, o que, combinado com os ajustes já implementados na política monetária, pode fortalecer o cenário de convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017.
30. 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.
31. 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.
32. 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 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, neste ano, a dinâmica dos preços administrados e um hiato do produto mais desinflacionário que o inicialmente previsto 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.
33. O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostrou-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Adicionalmente, que remanescem incertezas em relação ao comportamento da economia mundial. Nesse contexto, o Comitê reitera que 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.

34. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 26 de abril 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

---

<b>a.a.</b>	Ao ano
<b>Abras</b>	Associação Brasileira de Supermercados
<b>ANP</b>	Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
<b>BCE</b>	Banco Central Europeu
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BNDESpar</b>	BNDES Participações S. A.
<b>BoE</b>	Banco da Inglaterra
<b>BoJ</b>	Banco do Japão
<b>BPC</b>	Banco do Povo da China
<b>Caged</b>	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNAE</b>	Classificação Nacional das Atividades Econômicas
<b>CNI</b>	Confederação Nacional da Indústria
<b>Copom</b>	Comitê de Política Monetária
<b>CRB</b>	<i>Commodity Research Bureau</i>
<b>CSLL</b>	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>DATASUS</b>	Departamento de Informática do Sistema Único de Saúde
<b>DAX</b>	<i>Deutscher Aktienindex</i>
<b>DI</b>	Depósito Interfinanceiro
<b>DLSP</b>	Dívida Líquida do Setor Público
<b>DNB</b>	<i>Danmarks National Bank</i>
<b>EIA</b>	<i>U.S. Energy Information Administration</i>
<b>Embi+</b>	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FBCF</b>	Formação Bruta de Capital Fixo
<b>Fed</b>	<i>Federal Reserve</i>
<b>Fenabrave</b>	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
<b>FEX</b>	Fundo de Apoio às Exportações
<b>FGTS</b>	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
<b>FGV</b>	Fundação Getulio Vargas
<b>Finame</b>	Agência Especial de Financiamento Industrial
<b>FOMC</b>	Comitê Federal de Mercado Aberto
<b>Funcex</b>	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
<b>Gerin</b>	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
<b>IBC-Br</b>	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>Ibovespa</b>	Índice Bovespa
<b>IC-Br</b>	Índice de Commodities – Brasil
<b>ICC</b>	Índice de Confiança do Consumidor
<b>ICI</b>	Índice de Confiança da Indústria

<b>ICMS</b>	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
<b>ICOM</b>	Índice de Confiança do Comércio
<b>ICS</b>	Índice de Confiança de Serviços
<b>IDE</b>	Investimento Direto no Exterior
<b>IDP</b>	Investimentos Diretos no País
<b>IE</b>	Índice de Expectativas
<b>IEA</b>	Agência Internacional de Energia
<b>IGP</b>	Índice Geral de Preços
<b>IGP-DI</b>	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
<b>IGP-M</b>	Índice Geral de Preços – Mercado
<b>INC</b>	Índice Nacional de Confiança
<b>INCC</b>	Índice Nacional de Custo da Construção
<b>Inec</b>	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
<b>Inep</b>	Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira
<b>INSS</b>	Instituto Nacional do Seguro Social
<b>IPA</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo
<b>IPA-DI</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
<b>IPC</b>	Índice de Preços ao Consumidor
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IPCH</b>	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
<b>IPVA</b>	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
<b>ISA</b>	Índice da Situação Atual
<b>ISM</b>	Instituto de Gerenciamento de Suprimentos
<b>JGB</b>	Títulos do Governo Japonês
<b>LSPA</b>	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
<b>MDIC</b>	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
<b>MTPS</b>	Ministério do Trabalho e Previdência Social
<b>Nuci</b>	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
<b>ONS</b>	Operador Nacional do Sistema Elétrico
<b>p.b.</b>	Pontos base
<b>p.p.</b>	Pontos percentuais
<b>PAC</b>	Programa de Aceleração do Crescimento
<b>PAM</b>	Produção Agrícola Municipal
<b>PAS</b>	Pesquisa Anual de Serviços
<b>PIA</b>	Pesquisa Industrial Anual
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PIM</b>	Pesquisa Industrial Mensal
<b>Pimes</b>	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
<b>PIM-PF</b>	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
<b>PMC</b>	Pesquisa Mensal do Comércio
<b>PME</b>	Pesquisa Mensal de Emprego
<b>PMI</b>	Índice Gerente de Compras
<b>PMS</b>	Pesquisa Mensal de Serviços
<b>PNAD Contínua</b>	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
<b>QQE</b>	Programa de Relaxamento Monetário Quantitativo e Qualitativo
<b>REC</b>	Regime Especial de Contingenciamento
<b>SCN</b>	Sistema de Contas Nacionais
<b>Selic</b>	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
<b>SGS</b>	Sistema Gerenciador de Séries Temporais
<b>Sifim</b>	Serviços de intermediação financeira indiretamente medidos

<b>SNB</b>	<i>Swiss National Bank</i>
<b>STN</b>	Secretaria do Tesouro Nacional
<b>TJLP</b>	Taxa de Juros de Longo Prazo
<b>VAR</b>	Vetor Autorregressivo
<b>VIX</b>	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>