

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 março de 2016. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o segundo 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 7 e 8 de junho, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,45/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 17 de junho 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 0,61% em abril e 0,78% em maio. Dessa forma, a inflação em doze meses alcançou 9,32% em maio, 0,85 p.p. acima da registrada até maio de 2015. De um lado, os preços livres acumulam variação de 8,82% em doze meses, ante 6,82% até maio de 2015; de outro, os preços administrados variaram 10,90%, comparativamente a 14,09% até maio de 2015. No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis atingiu 8,19% em doze meses, ante 7,79% até maio de 2015, e a dos comercializáveis, 9,55%, e 5,71% até maio de 2015. Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação registrou 12,72%, 3,92 pontos percentuais a mais que a verificada até maio de 2015 (8,80%), e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – alcançou 7,51% (8,23% até maio de 2015), segmento que já mostra alguma desaceleração.

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,61% em abril para 0,73% em maio, com o acumulado em doze meses situando-se em 8,08% (0,85 p.p. acima do registrado em maio de 2015). Especificamente, o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,54% para 0,62%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, passou de 0,65% para 0,98%; o núcleo por dupla ponderação passou de 0,78% para 0,81%; o núcleo por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,67% para 0,73%; e o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,43% para 0,50%. O índice de difusão do IPCA alcançou 63,0% em maio, 7,24 p.p. abaixo do registrado em maio de 2015, e 66,4% na média dos últimos três meses, ficando 5,2 p.p. abaixo da média observada entre março e maio de 2015.

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 0,36% em abril e 1,13% em maio. Assim, a variação em doze meses atingiu 11,26%, comparados aos 4,83% até maio de 2015. O principal componente do IGP-DI, o IPA, atingiu 12,92% em doze meses até maio, 24,56% no segmento agropecuário e 8,46% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, alcançou 9,15% em doze meses, ante 8,63% até maio de 2015. O INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 6,36% em doze meses (5,74% até maio de 2015), com variação de 7,81% no custo de mão de obra e de 4,75% 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, apresentou estabilidade (0,03%) em abril, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. A taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses foi de -4,99%. Por seu turno, o índice de produção consolidado para o Brasil, com dados agregados do PMI, registrou recorde de baixa em maio (38,3) indicando acentuada redução na atividade do setor privado (39,0 em abril).

O ICI, o ICS e o ICC, da Fundação Getúlio Vargas, avançaram 1,7, 1,2 e 3,5 pontos, respectivamente, entre abril e maio.

A atividade fabril manteve-se estável em abril, expandindo 0,1% ante o mês anterior, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 9,6% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 7,2% em abril, em relação ao mesmo mês de 2015, com resultados negativos em três das quatro categorias de uso e em 21 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de abril com a de março, de acordo com a série com ajuste sazonal, observou-se redução na de bens de consumo duráveis (-4,4%) e na de bens de consumo semi e não duráveis (-0,6%), enquanto os segmentos de bens de capital e de bens intermediários registraram resultados positivos de, respectivamente, 1,2% e 0,5%. Comparando-se a produção de abril com a do mesmo mês de 2015, houve redução em três das quatro categorias: bens de consumo duráveis (-23,7%), bens de capital (-16,5%), bens intermediários (-7,5%) e bens de consumo semi e não duráveis (1,9%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação caiu 0,6% de março para abril de 2016, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 9,9% menor do que o registrado em abril de 2015.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 73,8% em maio. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de bens de consumo não duráveis (77,2%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (66,0%). 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 maio, 15,4% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos, ante 17,7% em fevereiro, e 5,4%, insuficientes (5,7% em fevereiro), 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 intermediários.

O volume de vendas do comércio varejista recuou 6,7% em abril, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 9,1% (variações mensais de 0,5% e -1,4%, respectivamente, com séries dessazonalizadas). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses foi de -6,1% para o comércio varejista e de -9,7% para o ampliado. Em abril, houve redução no volume de vendas em seis dos dez segmentos pesquisados, considerando os índices sazonalmente ajustados.

O PIB a preços de mercado recuou 0,3% no primeiro trimestre de 2016, comparado com o trimestre imediatamente anterior, após queda de 1,3% no quarto trimestre de 2015, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, houve retração de 5,4% no primeiro trimestre de 2016, ante retração de 5,9% no quarto trimestre de 2015. Em quatro trimestres, o PIB contraiu 4,7% (redução de 4,0% no valor adicionado e de 8,9% nos impostos diretos). Em termos de componentes, a produção agropecuária recuou 1,0% em quatro trimestres; a do setor de serviços 3,2%; e a industrial diminuiu 6,9%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – recuou 1,7% ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 6,3% em relação ao mesmo trimestre de 2015. O consumo do governo registrou aumento de 1,1% na margem e recuou 1,4% na comparação interanual. Já a FBCF recuou 2,7% em relação ao trimestre anterior e 17,5% em relação ao primeiro trimestre de 2015. No que se refere ao setor externo, as exportações de bens e serviços aumentaram 6,5%, enquanto as importações recuaram 5,6% em relação ao último trimestre de 2015, de acordo com a série dessazonalizada. Na comparação interanual, as exportações aumentaram 13,0%, enquanto as importações caíram 21,7%, ambas influenciadas pela desvalorização cambial registrada no período, bem como pelo nível da atividade doméstica.

De acordo com a PNADC do IBGE, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em abril de 2016 foi estimada em 11,2%, com aumento de 3,2 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. No que se refere ao emprego formal celetista, segundo dados divulgados pelo MTPS, houve redução de 62,8 mil postos de trabalho formais em abril de 2016 e fechamento de 1,83 milhão de vagas no acumulado dos últimos doze meses. Em suma, dados disponíveis confirmam intensificação do processo de distensão no mercado de trabalho.

Sobre o mercado de crédito, o saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.519,9 bilhões em abril, com crescimento nominal de 5,0% em relação a abril de 2015. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas, financiado com recursos direcionados, cresceu 10,7% e atingiu R\$509,6 bilhões, o que corresponde a 8,5% do PIB. Os indicadores de inadimplência, em geral, têm mostrado estabilidade na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.623,0 bilhões em abril, sendo 0,5% superior ao observado em abril de 2015, e a taxa de juros média alcançou 22%, aumentando 3,5 p.p. em doze meses. Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES às pessoas físicas e jurídicas somou R\$649,6 bilhões, com redução de 0,1% em relação a abril 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 Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), atingiu R\$ 0,6 bilhão em doze meses até maio de 2016, comparativamente a R\$16,5 bilhões até maio de 2015. Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$29,9 bilhões em doze meses até maio de 2016, ante R\$ 62,8 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\$43,3 bilhões nos doze meses até maio de 2016, comparados a R\$116,1 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\$41,7 bilhões em maio, ante *deficit* de US\$1,5 bilhão em maio de 2015. Concorreram para esse resultado US\$190,0 bilhões em exportações e US\$148,3 bilhões em importações, com recuos de 9,4% e 29,8%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em maio de 2015. Em doze meses até abril de 2016, o quantum exportado avançou 12,8% e o preço médio das exportações diminuiu 21,4%, enquanto o quantum importado recuou 20,9% e o preço médio das importações diminuiu 12,0%.

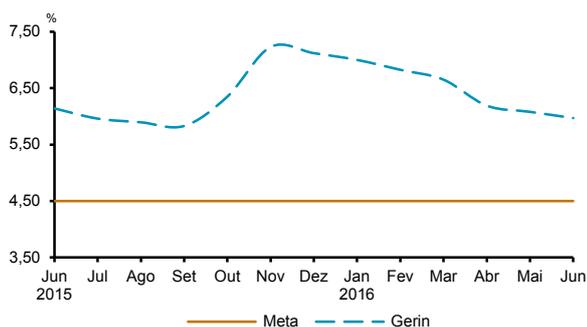
O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$34,1 bilhões em abril de 2016, equivalente a 2,0% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$14,6 bilhões em termos líquidos, comparativamente a US\$22,6 bilhões em abril de 2015, e as despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos” – em grande parte destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$21,1 bilhões, ante US\$23,3 bilhões em abril de 2015. Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$13,9 bilhões em doze meses até maio de 2016, comparados a US\$29,1 bilhões até maio de 2015, ao passo que as receitas com exportações desses produtos, acumuladas em doze meses, reduziram-se para US\$14,2 bilhões até maio de 2016, ante US\$23,5 bilhões até maio de 2015.

Os investimentos diretos no país têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$79,9 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 4,6% 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, em especial a relacionada a possível saída do Reino Unido da União Europeia, continuam contribuindo para contenção dos investimentos e do crescimento econômico. 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. As taxas de inflação permanecem baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.

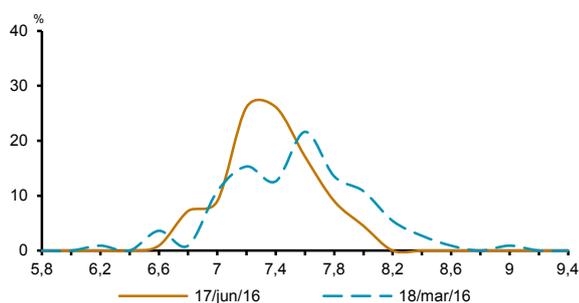
O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* avançou desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$50. A complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda e da oferta global. Em relação às demais *commodities*, observou-se aumento de 4,96% nos preços das metálicas e de 7,49% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 17 de junho, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), avançou 4,80% em relação ao registrado na data de corte do Relatório anterior (18 de março).

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



**Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2016**

Frequência relativa



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2016 deslocou-se de -3,60% para -3,44%, entre 18 de março de 2016, data de corte do Relatório anterior, e 17 de junho de 2016, data de corte deste Relatório. Para 2017, a taxa de crescimento se deslocou de 0,44% para 1,00%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 7,43% para 7,25%, para 2016; e de 6,00% para 5,50%, para 2017. Já a inflação projetada para os próximos doze meses registrou queda de 0,68 p.p., deslocando-se de 6,65% para 5,97%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de março de 2016, 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 0,46% para 0,30%.

## 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 manter a inflação baixa e estável reduz incertezas na economia e permite a retomada da confiança. Cabe, especificamente, à política monetária manter-se vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos. Outras ações de política macroeconômica são relevantes e podem influenciar expectativas sobre a trajetória dos preços e contribuir no combate a inflação.

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 a continuada preocupação com a economia chinesa e os desdobramentos para outras economias, somada a incertezas quanto às perspectivas para a economia dos Estados Unidos e às implicações de movimentos políticos em economias maduras, com aumento da aversão ao risco e impacto adverso sobre ativos financeiros. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, apesar da valorização no período recente. Sobre a economia doméstica, o cenário central contempla baixo ritmo de expansão da atividade combinado com 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 além dos choques temporários de oferta no segmento de alimentação.

No âmbito internacional, as perspectivas recentes indicam modesta recuperação da atividade nas economias maduras. Nos Estados Unidos, em linha com o arrefecimento na dinâmica de crescimento, números desfavoráveis recentes do mercado de trabalho apontam para uma lenta e gradual recuperação da economia, sugerindo maiores chances de acomodação adicional no processo de normalização das condições monetárias. 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. Além de adotar juros nominais negativos, o Banco do Japão se comprometeu recentemente, condicionado à volatilidade nos mercados internacionais de moedas, a expandir o seu programa de estímulos. Na Área do Euro, o Banco Central Europeu (BCE), além de expandir o seu balanço com a compra de títulos soberanos, também acrescentou ativos de empresas privadas ao seu programa de compras, tentando assim estimular a atividade econômica e reduzir os riscos de deflação.

Os índices agregados de preços de *commodities*, medidos em dólares, mostram recuperação na margem, após tendência de queda iniciada no segundo semestre de 2014.

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 ocorrida do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais nos últimos anos contribuindo no sentido de tornar a demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira. O Copom considera que o ambiente externo permanece desafiador.

No âmbito interno, o Copom reitera que os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB continuam em terreno negativo em função de incertezas diversas. O investimento tem-se retraído em função dessas incertezas e o consumo privado também se contrai, em linha com os dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se recuperar. 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 observada 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, da implementação de medidas fiscais estruturais que consolidem 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 estabilizar e, posteriormente, reduzir o endividamento público em relação ao PIB, medida crucial para reforçar a percepção positiva sobre o ambiente econômico, para melhorar a confiança dos agentes e para contribuir para a ancoragem das expectativas de inflação.

No mercado de fatores, como antecipado, 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 relacionado à possibilidade de concessão de reajustes de salários nominais incompatíveis com o crescimento da produtividade e com a meta de inflação. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria – no que é respaldada pela experiência internacional – indica que crescimento de salários reais compatíveis com crescimento da produtividade constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços e, conseqüentemente, ganhos de renda mais permanentes.

Existem também riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação, derivados da possibilidade de negociações atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura.

Sobre o fator capital, a taxa de investimento da economia em doze meses, calculada a partir das Contas Nacionais do IBGE, apresentou, no primeiro trimestre de 2016, redução pelo oitavo trimestre consecutivo. Especificamente no segmento empresarial, vários fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação bruta de capital fixo, entre os quais, a incerteza elevada, não somente no campo econômico, a queda das vendas

e o estreitamento das margens de lucro. Ainda sobre o fator capital, note-se que a utilização da capacidade instalada, divulgada pela CNI, apresentou nova redução no trimestre terminado em abril, mantendo-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 a redução da heterogeneidade da utilização setorial, na comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação anterior, indicando maior número de setores com elevada ociosidade.

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 taxas negativas de expansão da atividade – menores do que as estimativas de crescimento potencial da economia. 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 Comitê entende que esforços para mudar a perspectiva do balanço do setor público são fundamentais para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Uma política fiscal consistente 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.

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, ajudando na recuperação da economia e no combate à inflação.

A literatura e as melhores práticas internacionais indicam que uma política fiscal consistente e sustentável contribui para reduzir as expectativas de inflação de forma que o processo de desinflação seja mais rápido e menos custoso.

De fato, as expectativas de inflação têm sido impactadas negativamente esse ano pelo nível elevado da inflação corrente, pelo aumento recente observado nos preços de alimentos, pelos efeitos residuais do processo de ajuste de preços relativos observado em 2015, mas também pelas incertezas fiscais criadas no passado.

O Copom destaca que o cenário central contempla moderação do crédito, o que já havia sido observado e tende a persistir. A esse respeito, importa destacar que, após anos em forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos e, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, a exemplo de ações implementadas, o Comitê considera oportuno continuar reforçando as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

O Copom ressalta que, desde o Relatório anterior, os preços de ativos domésticos evoluíram de acordo com mudanças na percepção de risco da economia brasileira. Mesmo em cenário de aumento na aversão ao risco global, repercutindo incertezas associadas ao ritmo de atividade global e a desenvolvimentos políticos de economias maduras afetando os mercados de moedas, os prêmios de risco domésticos flutuaram 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 influenciaram, e continuarão a influenciar, mesmo que em menor grau, 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 ou reduzida em função da percepção da solidez macroeconômica e financeira doméstica.

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 em doze meses 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, além dos choques temporários de oferta no segmento de alimentação. 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.

Nas reuniões de abril e junho, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés.

Em abril e em junho, votaram pela manutenção da taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.

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, a aprovação e a implementação de ajustes na economia brasileira, inclusive de ordem fiscal, além de outros fatores como a dinâmica dos preços administrados, o processo de distensão no mercado de trabalho e a perspectiva de um hiato do produto desinflacionário 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, portanto, que há avanços no combate à inflação, mas que sua continuidade depende de ajustes – principalmente fiscais – na economia brasileira. Além disso, outros fatores interferem no combate à inflação, como a inércia derivada do processo de realinhamento de preços relativos, a confluência de fenômenos climáticos sobre

a produção mundial de alimentos, mais especificamente de grãos, e seus efeitos sobre os preços domésticos e, as incertezas em relação ao comportamento da economia mundial. Nesse contexto, o Comitê buscará circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN em 2016 e adotará as medidas necessárias de forma a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017. Dessa forma, o cenário central não permite trabalhar com a hipótese de flexibilização das condições monetárias.

## 6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 17 de junho de 2016 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,45/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de junho de 2016 – ante R\$3,70/US\$ e 14,25% a.a. considerados no Relatório de Inflação de março de 2016.

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, 2017 e 2018, em comparação aos valores divulgados no Relatório anterior. Para o último trimestre de 2016, a taxa média passou de R\$4,15/US\$ para R\$3,58/US\$. Para o final de 2017, a taxa média passou de R\$4,30/US\$ para R\$3,80/US\$. Para o final de 2018, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$3,90/US\$, ante R\$4,30/US\$, valor considerado no último Relatório.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2016 reduziram-se de 14,25% a.a. para 13,44% a.a. e, para o final de 2017, deslocaram-se de 12,50% a.a. para 11,25% a.a. Para o final de 2018, as expectativas deslocaram-se de 11,50% a.a. para 10,50% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -43 p.b. e -293 p.b, em relação à atual meta para a taxa Selic (14,25% a.a.), no quarto trimestre de 2016 e de 2017, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os

cenários, é de 6,7% para 2016, ante 6,1% considerados no Relatório anterior. Entre outros fatores, essa projeção considera, para o acumulado de 2016, reajuste médio de 12,1% nas tarifas de ônibus urbano e redução de 4,7% nos preços da energia elétrica. Para 2017, considera-se variação de 5,3%, ante 5,0% considerados 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).

Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *deficit* primário de 2,6% do PIB para 2016 e de 0,9% do PIB para 2017, de acordo com o projeto de alteração da LDO 2016 aprovado pelo Congresso Nacional e com o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) 2017. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do resultado estrutural em relação ao observado no período anterior.

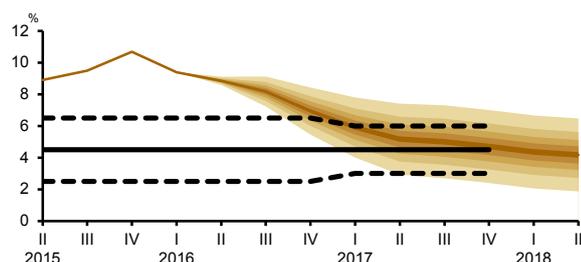
Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponíveis até a data de corte, foram construídas projeções para a variação acumulada do IPCA em quatro trimestres, compatíveis com as trajetórias de juros e de câmbio que caracterizam os cenários de referência e de mercado.

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,9% em 2016, 0,3 p.p. acima do valor considerado no Relatório de março de 2016 e acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN. Em 2016, de acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, a projeção de inflação acumulada em doze meses para o segundo trimestre é de 8,8%. No terceiro trimestre de 2016, a projeção recua para 8,2% e encerra o ano em 6,9%. Em 2017, a projeção para o primeiro trimestre é de 5,9%, desloca-se para 5,2% e 5,0% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, e encerra o ano em 4,7%. Em 2018, a projeção para o primeiro trimestre é de 4,4%, deslocando-se para 4,2% no segundo trimestre.

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 69% e, em 2017, de 18%.

No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 7,0% em 2016, 0,1 p.p. acima do valor projetado no cenário de

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



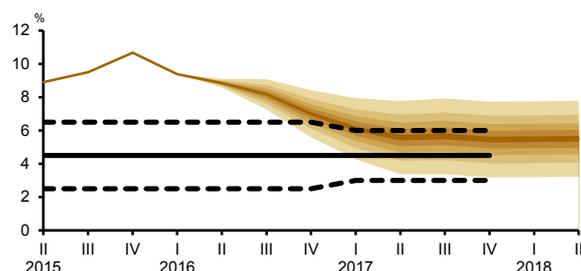
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

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

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.).

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

**Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de março de 2016**

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2016 I	9,5	9,5
2016 II	8,7	8,7
2016 III	8,0	8,1
2016 IV	6,6	6,9
2017 I	5,6	6,0
2017 II	5,2	5,7
2017 III	5,2	5,7
2017 IV	4,9	5,4
2018 I	4,5	5,0

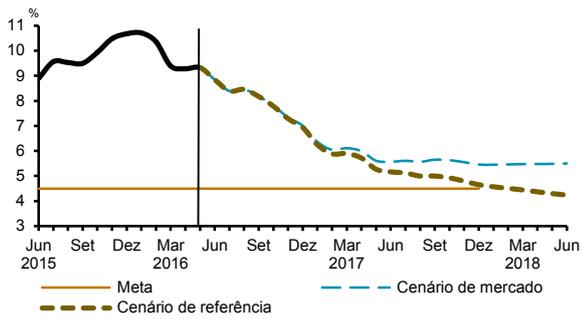
referência e da projeção constante do Relatório anterior. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, as projeções indicam inflação acumulada em doze meses de 8,8% para o segundo trimestre de 2016. Para o terceiro trimestre de 2016, a projeção recua para 8,2%, encerrando o ano em 7,0%. Em 2017, a projeção de inflação recua para 6,1% no primeiro trimestre, desloca-se para 5,6% no segundo e terceiro trimestres encerrando o ano em 5,5%. Em 2018, a projeção de inflação encontra-se em 5,5% nos dois primeiros trimestres.

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 72% e, em 2017, de 35%.

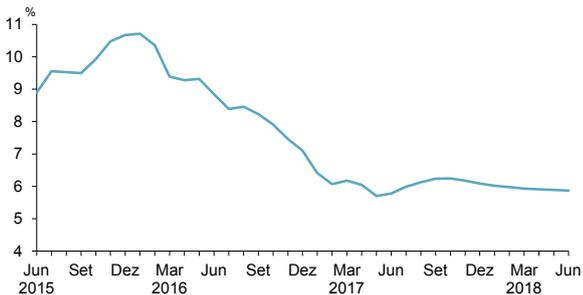
A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no Relatório anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra elevação da projeção de inflação do segundo trimestre de 2016 ao primeiro trimestre de 2017. Isso se deve, em parte, à inflação ocorrida no período maior do que a projetada no Relatório anterior, além da mudança nas projeções de preços administrados. Para o segundo trimestre de 2017, a projeção encontra-se estável, passando a recuar no terceiro e no quarto trimestre de 2017. Para o primeiro trimestre de 2018, a projeção encontra-se ligeiramente abaixo daquela apresentada no Relatório anterior. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias mostra uma ligeira elevação na projeção do segundo trimestre de 2016 ao primeiro trimestre de 2017, devida aos mesmos fatores acima, contrabalançados, em parte, pela maior apreciação cambial considerada neste cenário para 2016, na comparação com o Relatório anterior. No segundo e no terceiro trimestre de 2017, a projeção de inflação no cenário de mercado encontra-se ligeiramente abaixo da considerada no Relatório de Inflação anterior, encerrando o ano pouco acima do valor considerado em março. Para o primeiro trimestre de 2018, a projeção encontra-se acima daquela apresentada no Relatório anterior.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, até o segundo trimestre de 2018, e a trajetória de metas até 2017. Os valores referem-se à inflação ocorrida até maio 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 segundo trimestre de 2016, entra em declínio até o

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



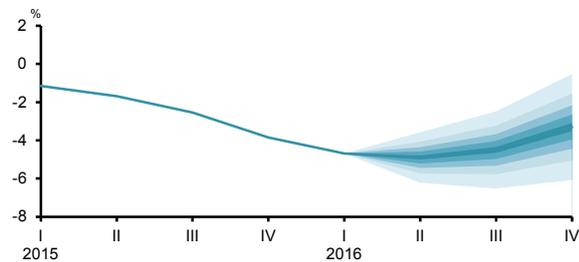
**Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR**



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

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

Leque do produto



último trimestre de 2016, permanece relativamente estável no primeiro trimestre de 2017, apresentando ligeira tendência de queda, no cenário de referência, até o final do horizonte de projeção; e estabilidade, no cenário de mercado, ao longo do mesmo período.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até maio 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 do PIB acumulado em quatro trimestres é de -3,3% para 2016, 0,2 p.p. maior do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior.