

ISSN 1517-6576



# Relatório de Inflação

**Setembro 2016**

**Volume 18 \ Número 3**





# Relatório de Inflação

Setembro 2016

Volume 18 \ Número 3

ISSN 1517-6576  
CNPJ 00.038.166/0001-05

# 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 2.

## 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>



# Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

---

## Missão e objetivos

O Banco Central do Brasil (BCB) tem como missão assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente. O cumprimento da missão de assegurar a estabilidade de preços se dá por meio do regime de metas para a inflação, definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

A experiência, tanto doméstica quanto internacional, mostra que a melhor contribuição da política monetária para que haja crescimento econômico sustentável, desemprego baixo e melhora nas condições de vida da população é manter a taxa de inflação baixa, estável e previsível.

A literatura econômica indica que taxas de inflação elevadas e voláteis geram distorções que levam a aumento dos riscos e impactam negativamente os investimentos. Essas distorções encurtam os horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos e deterioram a confiança de empresários. 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. Além disso, produzem dispersão ineficiente de preços e diminuem o valor informacional que os mesmos têm para a eficiente alocação de recursos na economia.

Inflação alta e volátil tem, ainda, efeitos redistributivos de caráter regressivo. As camadas menos favorecidas da população, que geralmente têm acesso mais restrito a instrumentos que as protejam da perda do poder de compra da moeda, são as mais beneficiadas com a estabilidade de preços.

Em resumo, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, afetam a geração de empregos e de renda, e pioram a distribuição de renda.

## Implementação

A política monetária tem impacto sobre a economia com defasagens longas, variáveis e incertas, usualmente estimadas em até dois anos. Devido à substancial incerteza associada a projeções de inflação no horizonte relevante para a condução da política monetária, em grande medida decorrente da incidência natural de choques favoráveis e desfavoráveis na economia ao longo do tempo, é de se esperar que, mesmo sob condução apropriada da política monetária, a inflação realizada oscile em torno da meta. O Copom deve procurar conduzir a

política monetária de modo que suas projeções de inflação apontem inflação convergindo para a meta. Dessa forma, é natural que a política monetária seja realizada olhando para o futuro.

O arcabouço de metas para a inflação no Brasil é flexível. O horizonte que o BCB vê como apropriado para o retorno da inflação à meta depende tanto da natureza dos choques que incidem sobre a economia quanto de sua persistência.

O Banco Central do Brasil entende que uma comunicação clara e transparente é fundamental para que a política monetária atinja seus objetivos de maneira eficiente. Assim, regularmente o BCB publica avaliações sobre os fatores econômicos que determinam a trajetória da inflação, além de riscos potenciais a essa trajetória. Os Comunicados e Notas do Copom, e o Relatório Trimestral de Inflação são veículos fundamentais na comunicação dessas avaliações.

## Relatório de Inflação

As projeções para a inflação são apresentadas em cenários com condicionantes para algumas variáveis econômicas. Tradicionalmente, essas projeções envolvem dois cenários: o de referência e o de mercado. O primeiro supõe taxas de juros e câmbio inalteradas durante todo o horizonte de projeção. O segundo utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pelo Banco Central com analistas independentes. É importante ressaltar que esses cenários são alguns dos instrumentos quantitativos que servem para orientar as decisões de política monetária do Copom, e que suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Comitê sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio.

As projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório não são pontuais, ou seja, explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza associado às mesmas. 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 Copom utiliza um conjunto amplo de modelos e cenários, com hipóteses a eles associados, para orientar suas decisões de política monetária. Ao expor alguns destes cenários, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

## Errata

---

Em 19 de dezembro de 2016, o texto do segundo parágrafo da Seção 2.3 "Condução da política monetária e balanço de riscos", foi corrigido do original "Expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontram-se na meta de 4,5% para 2018 e 2019" para "Expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em 4,5% para 2018 e 2019".

# Sumário

---

<b>Sumário executivo</b>	<b>7</b>
<b>Conjuntura Econômica</b>	<b>11</b>
1.1 Cenário Externo _____	11
<i>Commodities</i> _____	13
1.2 Conjuntura Doméstica _____	13
Atividade econômica e mercado de trabalho _____	13
Crédito _____	16
Fiscal _____	17
Demanda externa e Balanço de Pagamentos _____	17
1.3 Inflação e Expectativas do Mercado _____	19
Índices de preços ao consumidor _____	20
Núcleos _____	21
Expectativas de mercado _____	22
<b>Perspectivas para a inflação</b>	<b>35</b>
2.1 Revisões e projeções de curto prazo _____	36
Projeções de curto prazo _____	36
2.2 Projeções condicionais _____	37
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos _____	41
<b>Boxes</b>	
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2016 _____	24
Projeção para o PIB de 2017 e revisão para o de 2016 _____	26
Mobilidade ocupacional no mercado de trabalho no período recente _____	28
Inflação no setor de serviços _____	31
<b>Apêndice</b>	<b>45</b>





## Sumário executivo

---

O cenário básico do Comitê de Política Monetária (Copom) contempla estabilização da atividade econômica no curto prazo e possível retomada gradual ao longo dos próximos trimestres, em contexto de elevado nível de ociosidade na economia. A evolução dos preços evidencia processo de desinflação em curso. Os índices de preços, embora desacelerassem no trimestre encerrado em agosto, registraram inflação acima das expectativas para o período, refletindo arrefecimento de preços em intensidade inferior ao padrão sazonal. A despeito desse comportamento recente, as perspectivas são de continuidade do processo de desinflação nos próximos trimestres. Essa expectativa é corroborada pelas projeções produzidas pelo Copom e por medidas de expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus. No entanto, a velocidade de desinflação permanece incerta. No âmbito externo, o cenário ainda apresenta interregno benigno para economias emergentes. No entanto, as incertezas sobre o crescimento da economia global e, especialmente, sobre a normalização das condições monetárias nos Estados Unidos da América (EUA) persistem.

A inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no trimestre encerrado em agosto ficou 0,48 pontos percentuais (p.p.) acima das projeções do Copom feitas à época do Relatório de junho. Identificam-se aqui os componentes que produziram as maiores discrepâncias nesse período, e apresentam-se projeções para a inflação do IPCA para os meses de setembro, outubro e novembro, de 0,19%, 0,40% e 0,45%, respectivamente.

No que se refere a projeções condicionais de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, no cenário de referência projeta-se inflação de 7,3% em 2016, de 4,4% em 2017 e de 3,8% em 2018. No cenário de mercado, as projeções apontam inflação de 7,3% em 2016, de 4,9% em 2017 e de 4,6% em 2018. A extensão das projeções até o quarto trimestre de 2018 cumpre o papel de cobrir a totalidade dos anos-calendário para os quais já há definição das metas para a inflação por

parte do Conselho Monetário Nacional (CMN). Este Relatório apresenta, ainda, dois cenários adicionais que combinam hipóteses dos cenários de referência e de mercado.

O boxe “Projeção para o PIB de 2017 e revisão para o de 2016” apresenta projeções para o crescimento da economia. A projeção para 2016 foi mantida em -3,3%, mas sofreu pequenas mudanças de composição. Para 2017, a projeção de crescimento atinge 1,3%.

O Copom avalia que uma flexibilização das condições monetárias dependerá de fatores que permitam que os membros do Comitê tenham maior confiança no alcance das metas para a inflação.

Dentre os elementos que podem permitir maior confiança no alcance das metas, o Comitê destaca os seguintes fatores domésticos: (i) que a persistência dos efeitos do choque de alimentos na inflação seja limitada; (ii) que os componentes do IPCA mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica indiquem desinflação em velocidade adequada; e (iii) que ocorra redução da incerteza sobre a aprovação e a implementação dos ajustes necessários na economia, incluindo a composição das medidas de ajuste fiscal e seus respectivos impactos sobre a inflação.

Em relação ao primeiro fator, evidências recentes indicam que a queda nos preços de alimentos no atacado tem se transmitido para o varejo. Além disso, projeções para subitens de alimentos parecem mostrar maior segurança no processo de reversão do choque de preços nesse setor. De fato, uma parte da resistência recente à queda da inflação corrente parece ter sido causada por choques temporários nos preços de alimentos. O Copom se manterá atento a sinais de que essa resistência também possa advir de mecanismos inerciais.

No que tange ao segundo fator, ainda há sinais inconclusivos quanto à velocidade de desinflação em direção à meta, como mostra o Boxe “Inflação no setor de serviços” deste Relatório. O Copom avaliará (i) a tendência de desinflação de diversas medidas da inflação de serviços; e (ii) os efeitos secundários que a desinflação desse grupo poderá ter sobre outros componentes do IPCA.

Quanto ao terceiro fator, há sinais positivos em relação ao encaminhamento e à apreciação das reformas fiscais. Entretanto, o processo de tramitação ainda está no início e as incertezas quanto à aprovação e à

implementação dos ajustes necessários permanecem. Essas reformas são relevantes para o Banco Central na medida em que têm impacto sobre o balanço de riscos e a trajetória da inflação em relação ao alcance das metas.



O cenário básico do Copom contempla estabilização da atividade econômica no curto prazo e possível retomada gradual ao longo dos próximos trimestres, em contexto de elevado nível de ociosidade na economia. A evolução dos preços evidencia o processo de desinflação em curso, em ritmo ainda incerto. Os índices de preços, embora desacelerassem no trimestre encerrado em agosto, registraram inflação acima das expectativas para o período, refletindo arrefecimento de preços em intensidade inferior ao padrão sazonal. Apesar desse comportamento recente, as perspectivas são de continuidade do processo de desinflação nos próximos trimestres. No âmbito externo, o cenário ainda apresenta interregno benigno para economias emergentes. No entanto, as incertezas sobre o crescimento da economia global e, especialmente, sobre a normalização das condições monetárias nos EUA persistem.

## 1.1 Cenário Externo

A dinâmica da economia global permaneceu frágil e heterogênea, no segundo trimestre do ano, com incertezas associadas ao ritmo de crescimento e a riscos deflacionários em importantes economias globais. Nos EUA, a evolução favorável do mercado de trabalho, das bolsas de valores e dos preços ao consumidor impulsionou os gastos com consumo, que exerceram impacto relevante sobre a trajetória do PIB, no período. A atividade econômica registrou aceleração no Reino Unido, sustentada, em grande parte, pela indústria, desempenho que contrastou com o arrefecimento observado nas economias da Área do Euro e no Japão.

Na China, a adoção de medidas fiscais ao longo dos primeiros meses do ano, objetivando impulsionar o desempenho da economia local, repercutiu sobre a evolução do PIB, no segundo trimestre, e contribuiu para a sustentação dos preços das *commodities* metálicas e para a redução da volatilidade nos mercados acionários.



Nesse contexto, a despeito da ocorrência de instabilidades pontuais, os mercados financeiros globais operaram em ambiente de menor aversão ao risco, que se estendeu a agosto, refletindo, em especial, expectativas de manutenção dos juros básicos, em nível reduzido, nas principais economias maduras. Ressalte-se que a instabilidade derivada do *Brexit* foi revertida à medida que se consolidou a percepção de seu impacto contido sobre o crescimento da economia global e da disposição do Banco da Inglaterra e de outros bancos centrais de importantes economias centrais para responder com estímulos monetários adicionais, caso necessário.

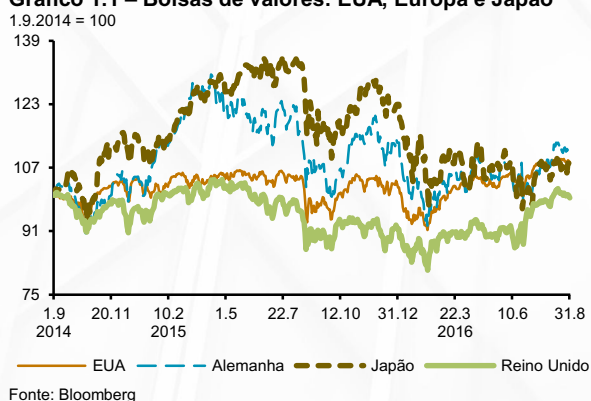
A expectativa de persistência da liquidez internacional elevada impactou os rendimentos de títulos públicos de longo prazo em importantes economias maduras e favoreceu o alongamento dos prazos de novas emissões soberanas<sup>1</sup>. Observaram-se recuos relevantes nos retornos anuais de papéis de dez anos do Reino Unido, dos EUA e da Alemanha no trimestre encerrado em agosto, enquanto no Japão, o retorno de títulos similares registrou elevação.

Favorecidos pela manutenção de políticas monetárias expansionistas, os índices acionários S&P 500, dos EUA, e DAX, da Alemanha, registraram ganhos no trimestre finalizado em agosto. Em oposição, a perspectiva de crescimento moderado da economia japonesa contribuiu para que o índice Nikkei recuasse no período (Gráfico 1.1).

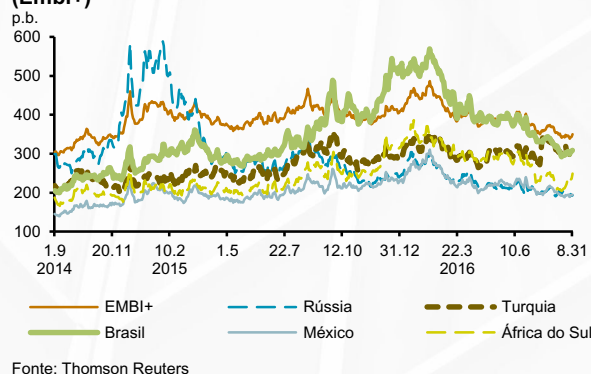
Nesse cenário, no trimestre considerado, indicadores de risco apresentaram recuos significativos, a exemplo do índice de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) e o *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX). Ressalte-se que os diversos indicadores de risco passaram, logo após a aprovação do *Brexit*, a repercutir as expectativas de ações contra cíclicas por parte das autoridades monetárias das economias maduras (Gráfico 1.2).

Em resumo, esse cenário externo, no que tange às condições de liquidez e risco, vem constituindo um interregno benigno para ativos de economias emergentes.

**Gráfico 1.1 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão**



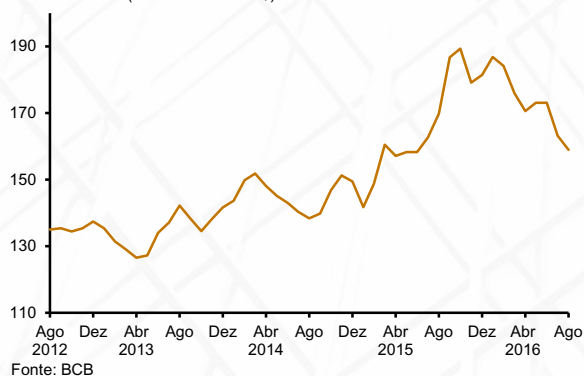
**Gráfico 1.2 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)**



1/ Conforme relatório do Institute of International Finance (IIF), observou-se, em meados de maio, excesso de demanda por novas emissões soberanas de Espanha, França e Itália com prazo de 50 anos; e por novos papéis de Bélgica e Irlanda com prazo de 100 anos. No início de julho, o IIF estimou que um terço do estoque de títulos governamentais apresentava rendimentos negativos.

**Gráfico 1.3 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)**

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

## Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, recuou 8,1% em agosto, em relação a maio, com reduções respectivas de 9,2%, 0,7% e 11,7% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas (Gráfico 1.3). Medido em dólares, o IC-Br variou 1,3% no período.

No segmento agropecuário, os preços de grãos recuaram, favorecidos por condições climáticas favoráveis para a safra 2016/2017, especialmente nos EUA. Em sentido oposto, registraram elevação as cotações de café, açúcar e algodão, após três anos de redução nos estoques globais, que contribuíram para o escoamento do excesso de oferta nesses mercados. As cotações das *commodities* metálicas, de forma geral, apresentaram elevação, destacando-se a alta do minério de ferro, que repercutiu aumento dos estímulos aos investimentos em infraestrutura na China.

As cotações médias do barril de petróleo *Brent* e *WTI* atingiram US\$46,14 (*Brent*) e US\$44,75 (*WTI*), em agosto, recuando, na ordem, 2,1% e 4,2% em relação a maio, em cenário de maior equilíbrio entre a oferta e a demanda no mercado.

## 1.2 Conjuntura Doméstica

### Atividade econômica e mercado de trabalho

A tendência de queda do PIB, delineada desde o início de 2015, mostrou arrefecimento no segundo trimestre deste ano, quando o indicador apresentou recuo trimestral de 0,6% (Tabela 1.1). Além disso, os resultados referentes ao segundo trimestre trouxeram indícios de estabilização da atividade econômica no curto prazo. As expansões, na margem, da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e da indústria constituem evidências nessa direção. Destaquem-se, nesse contexto, o crescimento da produção industrial após cinco trimestres de recuos e a elevação no investimento, interrompendo dez trimestres seguidos de contração. Prospectivamente, alguns indicadores de alta frequência também mostram sinais positivos, como os componentes de expectativas de índices de confiança, que têm mostrado alta consistente, e expectativas de

**Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto**

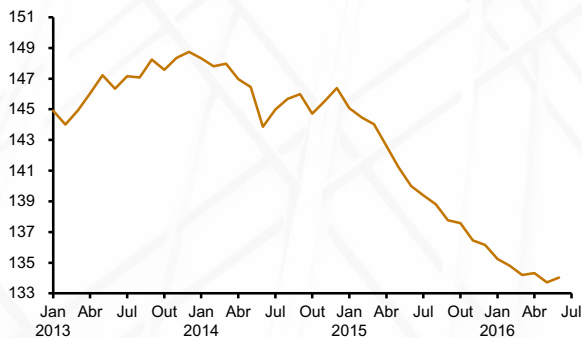
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2015			2016	
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	-2,3	-1,5	-1,3	-0,4	-0,6
Agropecuária	-3,6	-3,9	3,0	0,3	-2,0
Indústria	-3,9	-1,7	-1,3	-0,3	0,3
Serviços	-1,1	-1,0	-1,2	-0,4	-0,8
Consumo das famílias	-2,1	-1,6	-1,4	-1,3	-0,7
Consumo do governo	0,4	0,2	-2,9	1,0	-0,5
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-8,5	-3,8	-4,4	-1,6	0,4
Exportação	4,5	-1,2	0,7	4,3	0,4
Importação	-10,2	-7,1	-4,5	-3,5	4,5

Fonte: IBGE

**Gráfico 1.4 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central**  
Dados dessazonalizados



crescimento do PIB em 2017 apuradas pela Pesquisa Focus. Ressalte-se que as expectativas dos agentes econômicos, em patamares ainda reduzidos, e a ausência de dinamismo nos mercados de trabalho e de crédito indicam que a retomada da atividade econômica deve ocorrer de forma gradual.

Essa leitura da evolução recente da atividade econômica é corroborada pelo Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), medida alternativa e mais tempestiva da trajetória da atividade econômica. Esse indicador também registrou arrefecimento do processo de retração da economia do país. Nesse sentido, o indicador retraiu 0,24% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia recuado 1,01%, no mesmo tipo de comparação, de acordo com dados dessazonalizados<sup>2</sup> (Gráfico 1.4).

Dados divulgados mais recentemente ratificam a reação moderada na atividade industrial registrada no PIB relativo ao segundo trimestre do ano. De fato, por um lado, a evolução recente dos indicadores de estoques – que se situam próximos à média histórica, com ajuste lento e persistente – e da confiança dos empresários – com alta consistente nos últimos trimestres – sugerem condições favoráveis para a continuidade da retomada da produção, enquanto por outro lado, a fragilidade do consumo doméstico pode se constituir em vetor de restrição ao desempenho da indústria nos próximos meses.

O índice de estoques da indústria, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 2,1 pontos no trimestre encerrado em agosto, em relação ao terminado em maio, atingindo o patamar médio de 109,1 pontos<sup>3</sup>, considerados dados dessazonalizados, movimento consistente com o cenário mais benigno para a atividade fabril. A correção dos níveis de estoque, embora ocorresse em todas as categorias da indústria, foi mais intenso no segmento de bens de capital (8 pontos), consistente com um cenário prospectivo mais favorável ao investimento.

A evolução recente do Índice de Confiança da Indústria<sup>4</sup> (ICI) também corrobora a perspectiva de recuperação do setor, atingindo média de 85,5 pontos no trimestre terminado em agosto (77,3 pontos no finalizado em maio), segundo dados

2/ O IBC-Br passou a ser calculado de acordo com nova metodologia, descrita no box: Revisão metodológica do IBC-BR, divulgado no Relatório de Inflação de março de 2016.

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

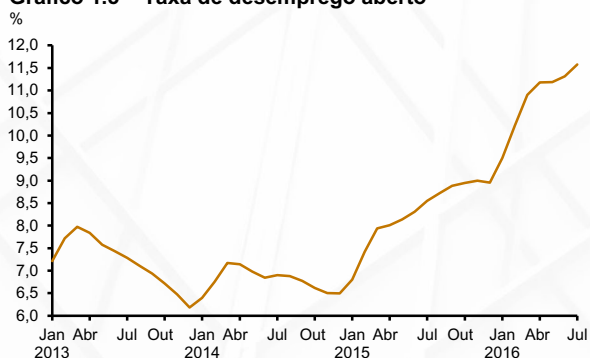
4/ Valores acima de 100 pontos indicam sentimento de otimismo.



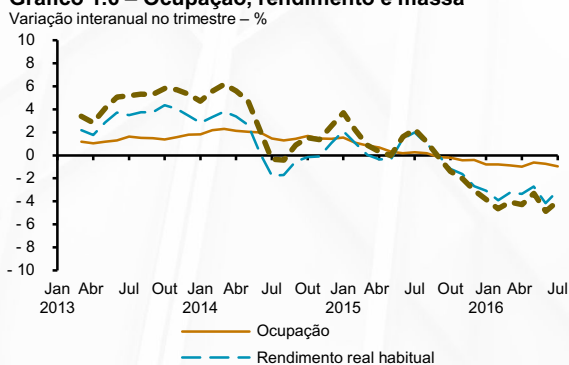
**Tabela 1.2 – Componentes do investimento**

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2016			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Insumos da construção civil	-14,6	-13,5	-10,5	-10,1
Bens de capital	-21,8	-17,0	-9,9	-8,4
Tipicamente industrializados	-9,2	-3,4	-3,9	-9,1
Agrícolas	-31,4	-23,5	-8,5	-1,0
Peças agrícolas	-10,8	-7,6	1,6	5,6
Construção	-42,7	-30,8	-16,6	-3,5
Energia elétrica	-3,9	1,9	4,4	3,2
Equipamentos de transporte	-22,1	-18,2	-9,9	-8,2
Misto	-25,6	-24,7	-22,2	-20,8

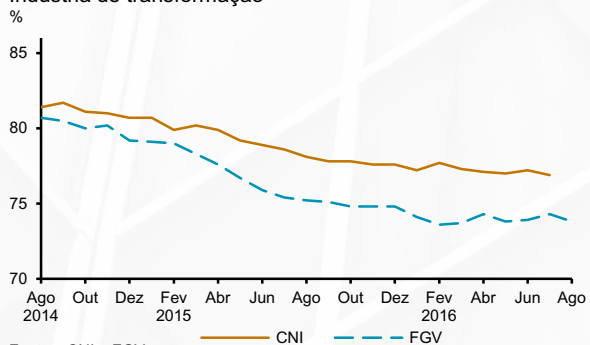
Fonte: IBGE

**Gráfico 1.5 – Taxa de desemprego aberto**

Fonte: IBGE (PNADC).

**Gráfico 1.6 – Ocupação, rendimento e massa**

Fonte: IBGE (PNADC).

**Gráfico 1.7 – Utilização da capacidade instalada<sup>1/</sup>**  
Indústria de transformaçãoFontes: CNI e FGV  
1/ Séries com ajuste sazonal.

dessazonalizados da FGV. Registraram-se elevações da confiança em todas as categorias de uso da indústria, particularmente no setor de bens de capital.

No médio prazo, a consolidação dos ajustes macroeconômicos e a redução de impactos negativos de eventos não econômicos sobre a atividade, tendem, também, a traduzir-se em alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade.

O setor de serviços, embora registre seis recuos trimestrais consecutivos, apresentou sinais de acomodação na margem – principalmente nos setores mais correlacionados à atividade da indústria, como serviços de transportes –, evolução consistente com o aumento da confiança dos empresários do setor.

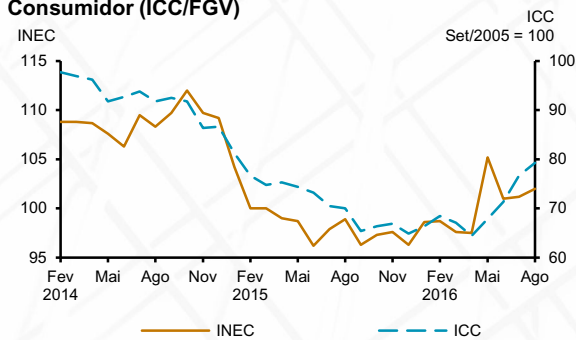
Sob a ótica da demanda, a evolução recente do PIB evidencia cenário menos favorável para o consumo, quando comparado ao investimento. Nesse sentido, a retração verificada nos gastos com consumo no segundo trimestre, dados dessazonalizados, mostra-se consistente com a evolução nos últimos meses do mercado de crédito e com as reduções no rendimento médio e na massa salarial real.

Do lado do investimento (Tabela 1.2), a recuperação no mesmo período reflete, em parte, o desempenho positivo da indústria desde o início do ano e, sobretudo, o aumento expressivo dos indicadores de confiança empresarial.

No mercado de trabalho, o processo de distensão se manteve nos meses recentes, trajetória expressa por aumento da taxa de desemprego, por corte adicional de postos formais de trabalho e por retração dos rendimentos do trabalho, afetando consequentemente a massa salarial. Historicamente, o mercado de trabalho reage com defasagens à atividade econômica. Nesse sentido, melhora nos indicadores de emprego devem ser observadas de forma gradual após a consolidação de uma trajetória mais consistente de crescimento econômico.

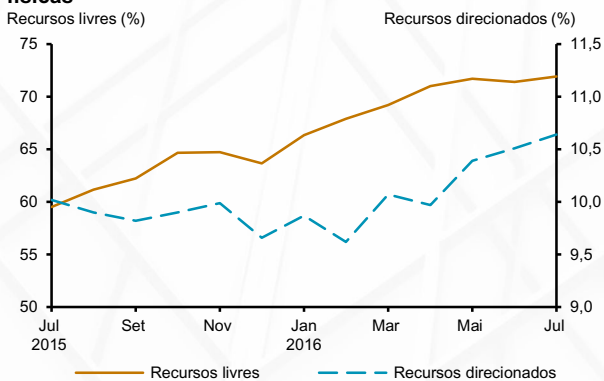
O nível médio de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria de transformação cresceu 0,1 p.p. no trimestre finalizado em agosto, em relação ao trimestre anterior, atingindo média de 74,0%, considerados dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Vale destacar que o indicador se mantém em patamar reduzido, sugerindo não haver

**Gráfico 1.8 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC/CNI) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC/FGV)**

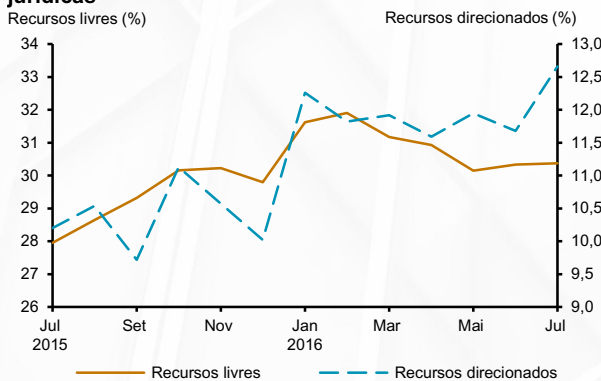


Fontes: CNI e FGV

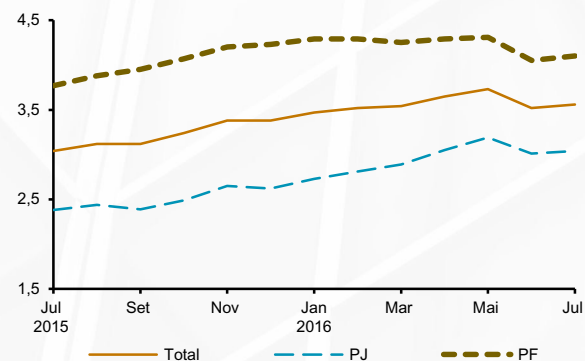
**Gráfico 1.9 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas**



**Gráfico 1.10 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas**



**Gráfico 1.11 – Taxa de inadimplência<sup>1/</sup>**



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

restrições de oferta para a retomada da atividade industrial (Gráfico 1.7).

Esses indicadores do nível de utilização dos fatores de produção sugerem que a economia segue operando com elevando nível de ociosidade.

A recuperação recente dos indicadores de confiança dos consumidores sinaliza perspectivas de retomada gradual da atividade. Nesse sentido, os indicadores de confiança do consumidor, embora persistissem em patamar historicamente reduzido, registraram, na margem, desempenho favorável no trimestre encerrado em agosto, especialmente em relação às expectativas. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da FGV, cresceu 14% no período, dados dessazonalizados, resultado de variações positivas tanto no Índice da Situação Atual (ISA) quanto no Índice de Expectativas (IE).

De forma semelhante, o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), aumentou 3,8% no trimestre até agosto, em relação a igual intervalo de 2015, destacando-se a evolução favorável nos componentes que avaliam as expectativas quanto à inflação e ao desemprego (Gráfico 1.8). Ressalte-se que o indicador registrou a quarta variação mensal positiva após sequência de 36 meses de resultados negativos, nessa base de comparação.

## Crédito

No mercado de crédito, as operações permaneceram em desaceleração no trimestre encerrado em julho, em ambiente de elevação do custo médio das contratações, patamar reduzido da confiança dos agentes e estabilidade da inadimplência. No âmbito do crédito livre para pessoas físicas, o volume de concessões recuou 3% no ano até julho, movimento consistente com a evolução do consumo. No âmbito das pessoas jurídicas, as concessões do crédito livre diminuíram 12,5%, refletindo o menor dinamismo da atividade econômica.

A inadimplência do sistema financeiro mostra evolução relativamente bem comportada. Consideradas operações com atraso superior a noventa dias, a inadimplência atingiu 3,6% em julho, com estabilidade no trimestre e crescimento de 0,6 p.p. em doze meses. A taxa situou-se em 4,1% no



**Tabela 1.3 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário**

Acumulado em 12 meses

Segmento	2014		2015		Jul 2016	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	20,5	0,4	116,7	2,0	154,5	2,5
Governos regionais	7,8	0,1	-9,7	-0,2	-4,5	-0,1
Empresas estatais	4,3	0,1	4,3	0,1	4,0	0,1
Total	32,5	0,6	111,2	1,9	154,0	2,5

segmento de pessoas físicas e em 3,0% no de pessoas jurídicas (Gráfico 1.11). A inadimplência atingiu 5,7% no segmento de crédito livre e 1,4% no de crédito direcionado.

## Fiscal

No âmbito da política fiscal, a evolução dos resultados está condicionada tanto pela adoção de medidas de ajuste que contribuam para o reequilíbrio entre receitas e despesas, quanto pelos impactos da recuperação da confiança dos agentes econômicos sobre a trajetória da atividade econômica.

O resultado fiscal observado em 2016 foi deficitário em 2,54% do PIB nos doze meses acumulados até julho, superando em 0,66 p.p. do PIB o *deficit* registrado em 2015. Essa trajetória segue refletindo o impacto da retração da atividade econômica sobre a arrecadação de impostos e contribuições, em contexto de manutenção das condições que determinam maior rigidez na trajetória do gasto público. Para 2017, a proposta de legislação orçamentária aponta redução do *deficit* primário previsto para o período, com indicação, para os anos seguintes, de recuperação gradual do equilíbrio nas contas públicas.

As medidas de ajuste que estão sendo propostas, com destaque para o estabelecimento de limites para a expansão do gasto e a anunciada reforma da previdência, mostram-se, nesse contexto, essenciais para a recuperação gradual do equilíbrio fiscal e, por extensão, para recolocar em trajetória benigna os indicadores de endividamento líquido e bruto. Além disso, essas medidas são fundamentais para a retomada da confiança e para reduzir os custos do processo de desinflação rumo às metas estabelecidas pelo CMN.

## Demanda externa e Balanço de Pagamentos

A contribuição negativa do setor externo para a trajetória do PIB no segundo trimestre de 2016, dados dessazonalizados, foi condicionada pela recuperação das importações, interrompendo longo ciclo de queda. Essa evolução recente mostra-se consistente com o melhor desempenho da indústria

**Tabela 1.4 - Balanço de Pagamentos**

Discriminação	US\$ bilhões				
	2015			2016	
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago
Transações correntes	-2,6	-46,2	-58,9	-0,6	-13,1
Balança comercial	2,4	6,3	17,7	3,9	30,6
Exportações	15,4	127,7	190,1	16,9	123,0
Importações	13,0	121,4	172,4	13,0	92,4
Serviços	-2,6	-26,4	-36,9	-2,2	-19,3
Renda primária	-2,6	-27,6	-42,4	-2,5	-26,3
Renda secundária	0,2	1,6	2,7	0,2	1,9
Conta financeira	-1,9	-44,6	-54,7	-0,1	-7,6
Investimentos diretos	-4,9	-29,1	-61,6	-6,9	-34,2
No exterior	0,3	13,0	13,5	0,3	6,9
No país	5,3	42,2	75,1	7,2	41,1
Investimentos em carteira	1,3	-23,4	-22,0	5,7	10,5
Derivativos	0,4	3,5	3,4	-0,4	-1,7
Outros investimentos	0,9	-6,0	23,9	0,2	9,7
Ativos de reserva	0,4	10,4	1,6	1,2	8,1
Memo:					
Transações correntes / PIB		-3,9	-3,3		-1,1

**Tabela 1.5 - Posição de investimento internacional**

Discriminação	US\$ milhões		
	2015 <sup>1/</sup>	2016 <sup>1/</sup>	
		Jun	Ago
<b>Posição de Investimento Internacional (A-B)</b>	<b>- 479 453</b>	<b>- 657 136</b>	<b>-692 197</b>
<b>Ativo (A)</b>	<b>753 347</b>	<b>777 674</b>	<b>776 426</b>
Investimento direto no exterior	288 509	295 022	295 571
Investimentos em carteira	24 840	23 973	24 274
Derivativos financeiros	887	887	887
Outros investimentos	82 647	93 640	86 153
Ativos de reservas	356 464	364 152	369 541
<b>Passivo (B)</b>	<b>1 232 800</b>	<b>1 434 811</b>	<b>1 468 623</b>
Investimento direto no país	614 975	753 191	764 227
Investimentos em carteira	368 615	441 089	464 718
Derivativos financeiros	12 219	3 950	2 235
Outros investimentos	236 991	236 582	237 443
Memo			
<b>PII Líquida / PIB (%)</b>	<b>-27,1%</b>	<b>-37,1%</b>	<b>-39,0%</b>

1/ Dados preliminares.

e dos investimentos e com a valorização cambial observada ao longo do primeiro semestre.

No decorrer de 2016, as trajetórias favoráveis da balança comercial e das despesas líquidas de serviços e de rendas implicaram redução expressiva do *deficit* nas transações correntes – de 4,5% do PIB em abril de 2015, pico da elevação do *deficit*, para 1,5% do PIB em agosto de 2016, considerados intervalos de doze meses. Esse desempenho, refletindo os efeitos defasados da desvalorização cambial e a retração na atividade econômica doméstica, tende a continuar nos próximos trimestres, em especial no âmbito da balança comercial, embora com perspectivas de ganhos adicionais menores no saldo de transações correntes. A reversão, de *deficit* para *superavit*, no resultado da balança comercial foi condicionada, em especial, pela retração acentuada nas importações, compatível com o cenário econômico observado no país no período recente, e pelo crescimento significativo do *quantum* exportado.

No âmbito da conta financeira, as captações líquidas superaram as concessões líquidas em US\$7,6 bilhões nos oito primeiros meses de 2016 (US\$44,6 bilhões em igual intervalo de 2015), destacando-se o volume de ingressos líquidos de investimento direto no país, que persistiram em patamar confortável para o financiamento do *deficit* em transações correntes.

Embora o somatório dos fluxos líquidos de capitais estrangeiros permaneça positivo, persistem saídas significativas em títulos de renda fixa negociados no país e em títulos e empréstimos diretos de longo prazo, negociados no exterior, ressaltando-se que parte desse último fluxo se deve a operação de longo prazo roladas no curto prazo. Em agosto, pela primeira vez no ano, empréstimos de curto prazo foram rolados no longo prazo – inversão de comportamento possivelmente relacionada à redução dos prêmios de risco país.

Ainda em agosto, o estoque estimado de passivos externos atingiu US\$1.469 bilhões, enquanto o estoque de ativos externos somou US\$776 bilhões, resultando em Posição de Investimento Internacional negativa de US\$692 bilhões, equivalentes a 39,0% do PIB (Tabela 1.5).

Ressalte-se adicionalmente que, em agosto, o estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, representou 21,2% do PIB, equivalendo a 32 meses de importações de bens e a 3,2 vezes o valor das

amortizações da dívida externa vincendas nos próximos doze meses. O estoque de dívida externa emitida no exterior, excetuando operações entre empresas de mesmo grupo econômico, atingiu 19,1% do PIB.

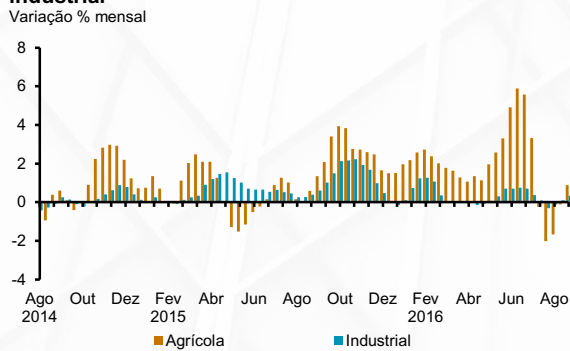
## 1.3 Inflação e Expectativas de Mercado

Tabela 1.6 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2016				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	0,36	1,13	1,63	-0,39	0,43
IPA	0,29	1,49	2,1	-0,81	0,5
IPC-Br	0,49	0,64	0,26	0,37	0,32
INCC	0,55	0,08	1,93	0,49	0,29

Fonte: FGV

Gráfico 1.12 – Evolução do IPA (10, M e DI) – Agrícola e industrial



Fonte: FGV

A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA acumulado em 12 meses, manteve-se em desaceleração no trimestre encerrado em agosto, trajetória influenciada pelo arrefecimento dos preços de produtos *in natura* e pela dissipação dos efeitos do reajuste de medicamentos. Acumulada em doze meses, a inflação ao consumidor também apresentou desaceleração, repercutindo o arrefecimento dos preços monitorados.

Ressalte-se que, apesar da desaceleração observada, os índices de preços mostraram inflação acima das expectativas no trimestre encerrado em agosto, resultado de elevações de preços de alimentos e, talvez, de maior persistência da inflação.

A variação trimestral dos índices de preços ao produtor registrou desaceleração no período terminado em agosto, movimento associado, em parte, ao recuo dos preços internacionais de *commodities* agrícolas e à apreciação cambial.

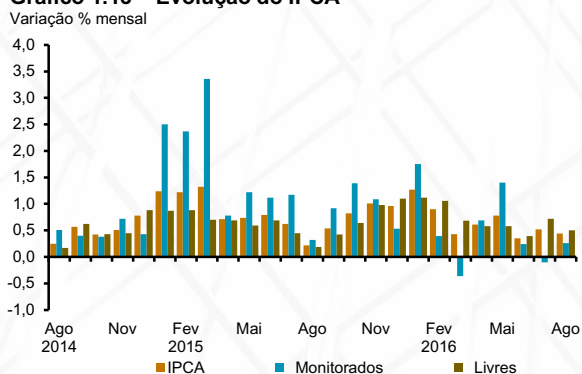
A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) recuou de 2,16% para 1,78%, refletindo a desaceleração dos preços dos produtos agropecuários, de 5,83% para 4,36% e a aceleração dos preços de produtos industriais, de 0,63% para 0,75% (Gráfico 1.12). Embora a evolução dos preços agropecuários tenha sido significativamente influenciada pela retração nos preços de produtos com baixo repasse para os preços ao consumidor, observou-se arrefecimento na margem de itens mais relevantes para a dinâmica do IPCA, como feijão, bovinos e batata-inglesa.

A transmissão desse movimento do atacado para o varejo pode contribuir para a reversão do choque nos preços de alimentos, diminuindo riscos de efeitos secundários sobre outros preços na economia.



## Índices de preços ao consumidor

**Gráfico 1.13 – Evolução do IPCA**



**Tabela 1.7 – Preços ao consumidor**

Discriminação	Variação % mensal				
	2016				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA	0,61	0,78	0,35	0,52	0,44
Livres	0,58	0,58	0,39	0,72	0,50
Comercializáveis	0,48	0,71	0,56	0,93	0,54
Não comercializáveis	0,67	0,47	0,24	0,54	0,46
Serviços	0,58	0,37	0,33	0,62	0,59
Monitorados	0,69	1,40	0,24	-0,10	0,26

Fontes: IBGE e Banco Central

**Tabela 1.8 – IPCA – Itens monitorados**

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2016					
		Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	No ano
IPCA	100,00	0,61	0,78	0,35	0,52	0,44	5,42
Livres	75,90	0,58	0,58	0,39	0,72	0,50	5,77
Monitorados	24,10	0,69	1,40	0,24	-0,10	0,26	4,33
Principais itens							
Gás encanado	0,07	0,00	-1,05	-0,34	0,00	0,04	2,27
Ônibus urbano	2,69	0,69	0,00	0,00	0,00	0,00	9,32
Água e esgoto	1,46	1,51	10,37	2,64	1,09	0,23	19,12
Plano de saúde	3,35	1,06	1,06	1,06	1,08	1,07	8,83
Gasolina	4,07	-0,14	-0,85	-1,22	-0,39	0,00	0,39
Pedágio	0,11	0,00	0,00	0,20	3,99	1,39	5,75
Remédios	3,35	6,26	3,10	0,65	0,23	0,63	12,18
Energia elétrica	3,62	-3,11	2,28	0,05	-3,04	-0,13	-7,81
Gás veicular	0,11	0,66	0,28	-0,53	0,34	-0,22	0,75
Gás de bujão	1,17	-0,07	-0,74	-0,39	0,29	-0,40	-2,37
Óleo diesel	0,15	0,11	-0,40	0,41	-0,37	-0,01	1,01

Fontes: IBGE e Banco Central

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 1,32% no trimestre encerrado em agosto (1,83%, no terminado em maio), resultado de desacelerações dos preços monitorados (de 1,73% para 0,40%) e dos livres (de 1,85% para 1,62%). Apesar da desaceleração observada, a variação do IPCA no trimestre ficou acima da mediana histórica compatível com o centro da meta<sup>5</sup>, de 0,47%. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 9,32%, em maio, para 8,97%, em agosto, reflexo de desaceleração dos preços monitorados, de 10,90% para 8,49%, e aceleração dos livres, de 8,82% para 9,13% (Gráfico 1.13).

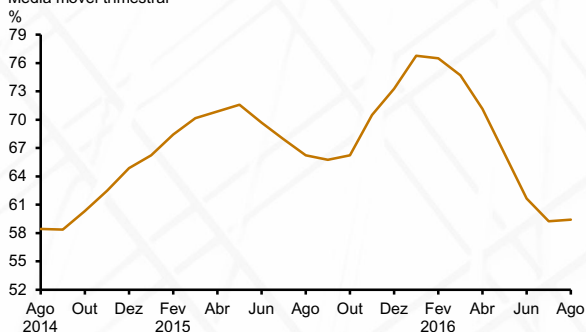
A trajetória dos preços livres no trimestre decorreu de reduções nas variações dos preços dos bens não comercializáveis, de 1,66% para 1,24%, e dos bens comercializáveis, de 2,09% para 2,04 (Tabela 1.7).

Ressalte-se que a desaceleração dos preços do subgrupo alimentação no domicílio foi inferior ao padrão sazonal, repercutindo efeitos remanescentes do *El Niño* sobre a oferta de produtos agropecuários, especialmente cereais e leite e derivados. Acumulada em doze meses, a inflação de alimentos passou de 14,66%, em maio, para 16,79%, em agosto, mas tende a arrefecer nos próximos meses, em resposta à dissipação dos efeitos do evento climático, ao provável repasse da recente apreciação cambial, observado no atacado e com expectativa de transmissão ao varejo, e ao descarte das elevadas taxas mensais registradas no mesmo período de 2015.

Os preços dos serviços aumentaram 1,55% no trimestre encerrado em agosto (1,19% no finalizado em maio de 2016) repercutindo fatores pontuais, com destaque para a elevação nos preços de passagem aérea (9,40%) e hotel (9,73%), no contexto da realização dos Jogos Olímpicos no Rio de Janeiro. Considerados intervalos de doze meses, a inflação de preços de serviços seguiu em processo de desaceleração, atingindo 7,40%, em agosto, evolução que reflete, principalmente, efeitos do ciclo econômico sobre esse conjunto de preços. Mostraram maior arrefecimento as variações dos itens conserto de automóvel e alimentação fora do domicílio.

5/ Padrão sazonal obtido a partir das medianas mensais para o período de 2007 a 2015, ajustadas para que o acumulado no ano fique em 4,5%.

**Gráfico 1.14 – Índice de difusão do IPCA**  
Proporção do número de subitens com aumentos  
Média móvel trimestral

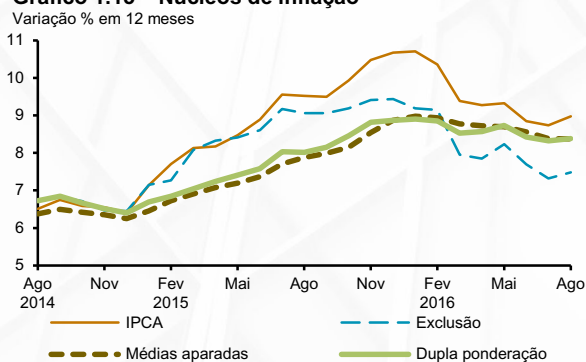


Fonte: IBGE

A desaceleração trimestral dos preços monitorados refletiu, em grande parte, a redução do impacto de aumentos nos itens produtos farmacêuticos e taxa de água e esgoto, além da intensificação da deflação de gasolina. Note-se que a desaceleração da inflação de monitorados medida em doze meses repercute, principalmente, o descarte das altas taxas registradas em 2015, período em que se observou o processo de realinhamento de preços domésticos (Tabela 1.8).

O índice de difusão, que mensura a proporção dos componentes do IPCA que registrou variação de preços positiva, atingiu, em média, 59,43% no trimestre encerrado em agosto, ante 66,40% no finalizado em maio e 66,22% em igual período de 2015, desempenho consistente com o ciclo econômico e com o processo de convergência da inflação para a meta (Gráfico 1.14).

**Gráfico 1.15 – Núcleos de inflação**



Fontes: IBGE e Banco Central

## Núcleos

Os núcleos de inflação, que refletem com menor intensidade fatores de caráter temporário, registraram, nos distintos critérios de cálculo, diminuição das variações trimestrais. As variações em doze meses seguem em desaceleração, embora permaneçam acima do teto da meta estabelecida para a inflação (Gráfico 1.15 e Tabela 1.9).

O núcleo do IPCA que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis variou 1,22% no trimestre encerrado em agosto (1,87% no finalizado em maio de 2016). A variação do núcleo atingiu 7,48% no período de doze meses terminado em agosto (8,23% no encerrado em maio).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,24% no período (1,36% no trimestre terminado em maio) e 7,06% no intervalo de doze meses até agosto (7,25% até maio).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização<sup>6</sup> variou 1,66% no trimestre finalizado em agosto (2,02% no encerrado em maio), e o sem suavização, 1,12% (1,65% em maio). Em doze meses até agosto, esses núcleos variaram 8,37% e 6,97%,

**Tabela 1.9 – IPCA e seus núcleos**

Discriminação	Variação % mensal				
	2016				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,61	0,78	0,35	0,52	0,44
Exclusão <sup>1/</sup>	0,43	0,50	0,29	0,41	0,54
Exclusão <sup>2/</sup>	0,65	0,98	0,39	0,36	0,47
Médias aparadas com suavização	0,67	0,73	0,59	0,51	0,55
Médias aparadas sem suavização	0,54	0,62	0,31	0,39	0,42
Dupla ponderação	0,78	0,81	0,49	0,53	0,49

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

6/ 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.



respectivamente (8,70% e 7,47%, na ordem, até maio).

O núcleo de dupla ponderação<sup>7</sup> aumentou 1,52% no trimestre (2,08% no encerrado em maio). O indicador acumulou variação de 8,38% no período de doze meses finalizado em agosto, ante 8,73% no encerrado em maio.

## Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus de 16 de setembro, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2016 aumentou de 7,27%, ao final de junho, para 7,34%, e a mediana das projeções para 2017 recuou de 5,50% para 5,12%. A mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2018 recuou de 4,80% para 4,50%, enquanto que a mediana das projeções para 2019 se manteve em 4,50%. Para 2018, o percentual de expectativas de variação do IPCA igual ou abaixo de 4,5% aumentou de 43,69%, ao final de junho, para 63,81%, enquanto que para 2019, aumentou de 65,66% para 80,41%. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – passou de 5,89% para 5,20%, 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 8,23% e 5,57%, em 16 de setembro (9,32% e 5,62%, respectivamente, ao final de junho), e para 2018 e 2019, na ordem, em 5,00% e 4,70% (5,00% e 4,88%, respectivamente, ao final de junho). As medianas das estimativas relativas ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiram 8,36% e 5,51% (8,79% e 5,60%, respectivamente, ao final de junho), enquanto que para 2018 e 2019, as medianas se mantiveram em 5,00% e 5,00%, em relação ao final de junho.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2016 e em 2017 atingiram, na ordem, 6,30% e 5,40% (6,99% e 5,50%, respectivamente, ao final de junho). Para 2018 e 2019, as medianas atingiram 4,60% e 4,50% (4,70% e 4,50%, respectivamente, ao final de junho).

**Tabela 1.10 – Resumo das expectativas de mercado**

	31/03/2016		30/06/2016		16/09/2016	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Em percentual						
IPCA	7,29	6,00	7,27	5,50	7,34	5,12
IGP-M	7,67	5,71	9,32	5,62	8,23	5,57
IPA-DI	7,40	5,50	8,79	5,60	8,36	5,51
Preços administrados	7,40	5,50	6,99	5,50	6,30	5,40
Selic (fim de período)	13,75	12,38	13,25	11,00	13,75	11,00
Selic (média do período)	14,19	12,71	14,06	11,67	14,19	11,88
PIB	-3,71	0,30	-3,39	1,00	-3,15	1,36
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	4,00	4,10	3,50	3,70	3,30	3,45
Câmbio (média do período)	3,83	4,03	3,52	3,61	3,45	3,39

	31/03/2016		30/06/2016		16/09/2016	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Em percentual						
IPCA	5,45	5,00	4,80	4,50	4,50	4,50
IGP-M	5,00	5,00	5,00	4,88	5,00	4,70
IPA-DI	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Preços administrados	5,00	4,50	4,70	4,50	4,60	4,50
Selic (fim de período)	11,00	11,00	10,50	10,00	10,50	10,00
Selic (média do período)	11,44	10,50	10,75	10,25	10,50	10,00
PIB	1,50	2,00	2,00	2,00	2,20	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	4,20	4,21	3,78	3,89	3,58	3,70
Câmbio (média do período)	4,15	4,20	3,75	3,80	3,50	3,65

7/ 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.

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2016 e de 2017 atingiram, na ordem, R\$3,30/US\$ e R\$3,45/US\$, em 16 de setembro (R\$3,50/US\$ e R\$3,70/US\$, respectivamente, ao final de junho). Para 2018 e 2019, as medianas atingiram, na ordem, R\$3,58/US\$ e R\$3,70/US\$ (R\$3,78/US\$ e R\$3,89/US\$, respectivamente, ao final de junho). As medianas das projeções para a taxa de câmbio média de 2016 e de 2017 situaram-se, na ordem, em R\$3,45/US\$ e R\$3,39/US\$ (R\$3,52/US\$ e R\$3,61/US\$, respectivamente, em 30 de junho), enquanto que para a taxa de câmbio média de 2018 e de 2019 situaram-se, na ordem, em R\$3,50/US\$ e R\$3,65/US\$ (R\$3,75/US\$ e R\$3,80/US\$, respectivamente, em 30 de junho).

# Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2016

**Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos**

Discriminação	US\$ bilhões					
	2015			2016		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano <sup>1/</sup>
Transações correntes	-2,6	-46,2	-58,9	-0,6	-13,1	-18,0
Balança comercial	2,4	6,3	17,7	3,9	30,6	49,0
Exportações	15,4	127,7	190,1	16,9	123,0	190,0
Importações	13,0	121,4	172,4	13,0	92,4	141,0
Serviços	-2,6	-26,4	-36,9	-2,2	-19,3	-29,9
Viagens	-0,8	-9,0	-11,5	-0,7	-5,0	-7,5
Demais	-1,8	-17,3	-25,4	-1,5	-14,4	-22,4
Renda primária	-2,6	-27,6	-42,4	-2,5	-26,3	-39,9
Juros	-1,1	-16,2	-21,9	-0,8	-15,2	-21,2
Lucros e dividendos	-1,5	-11,7	-20,8	-1,8	-11,3	-19,0
Salários	0,0	0,2	0,3	0,0	0,2	0,3
Renda secundária	0,2	1,6	2,7	0,2	1,9	2,8
Conta capital	0,1	0,2	0,4	0,0	0,2	0,3
Conta financeira	-1,9	-44,6	-54,7	-0,1	-7,6	-17,8
Investim. ativos <sup>2/</sup>	3,7	33,6	54,0	3,7	31,9	51,1
Inv. direto no ext.	0,3	13,0	13,5	0,3	6,9	9,0
Ativos de bancos	0,4	-4,6	-1,1	-1,1	-5,9	2,1
Demais ativos	3,0	25,2	41,5	4,5	30,9	40,0
Investim. passivos	6,4	92,1	113,7	4,7	45,9	82,0
IDP	5,3	42,2	75,1	7,2	41,1	70,0
Ações totais <sup>3/</sup>	-0,9	10,1	10,0	-1,5	7,4	9,0
Títulos no país	0,7	18,7	16,3	-3,8	-15,6	-18,0
Emprést. e tít. LP	0,5	-2,3	-3,6	1,4	-15,4	-21,2
Títulos públicos	-1,2	-3,1	-3,4	-	1,9	1,9
Títulos privados	-0,3	-4,6	-4,7	-0,3	-5,1	-4,9
Empréstimos dir.	2,0	5,2	5,3	2,3	-10,6	-14,7
Demais <sup>4/</sup>	-0,0	0,1	-0,8	-0,6	-1,6	-3,4
Emprést. e tít. CP	-1,4	6,4	-6,8	-1,1	11,6	12,0
Demais passivos <sup>5/</sup>	2,2	17,1	22,7	2,5	16,7	30,1
Derivativos	0,4	3,5	3,4	-0,4	-1,7	-
Ativos de reserva	0,4	10,4	1,6	1,2	8,1	13,1
Erros e omissões	0,6	1,3	3,7	0,4	5,3	-
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-3,9	-3,3		-1,1	-1,0
IDP / PIB (%)		3,6	4,2		3,4	3,9

1/ Projeção.

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

3/ Inclui fundos de investimento e ações negociadas no Brasil 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, considerando-se os dados ocorridos desde o Relatório de Inflação de junho, as atualizações do cenário econômico doméstico e internacional, e dados mais recentes relativos ao estoque e ao serviço do endividamento externo do país.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2016 foi elevada de US\$15 bilhões para US\$18 bilhões (1,0% do PIB). A estimativa para o *superavit* comercial recuou US\$1 bilhão, para US\$49 bilhões, resultado de manutenção da estimativa para as exportações, em US\$190 bilhões, e de aumento de US\$1 bilhão, para US\$141 bilhões, na relativa às importações, consistente com a estabilização da atividade e com a perspectiva de sua gradual recuperação.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços em 2016 cresceu US\$1,6 bilhão na comparação com o Relatório de Inflação anterior, destacando-se os aumentos nas previsões anuais de despesas líquidas em viagens, de US\$6,0 bilhões para US\$7,5 bilhões, já considerada a apreciação recente da taxa de câmbio.

As despesas líquidas com rendas primárias estão estimadas em US\$39,9 bilhões, ante US\$39,7 bilhões na projeção anterior. As estimativas para as despesas líquidas com juros e com lucros e dividendos somam US\$21,2 bilhões e US\$19,0 bilhões, na ordem. As projeções de receitas líquidas referentes a rendas secundárias foram reduzidas em US\$0,2 bilhão, para US\$2,8 bilhões.

Na conta financeira, estima-se que as captações líquidas superem as concessões líquidas em US\$17,8 bilhões. A projeção de ingressos líquidos de investimentos diretos no país (IDP) atinge US\$70 bilhões, nível bastante superior ao necessário para o financiamento do *deficit* estimado em transações correntes. A projeção para investimentos diretos no exterior (IDE) na modalidade participação no capital,

com aplicações líquidas, foi reduzida de US\$10 bilhões para US\$9 bilhões.

No âmbito dos investimentos em carteira passivos, as projeções para ingressos líquidos em ações e fundos de investimentos passaram de US\$4 bilhões, no Relatório anterior, para US\$9 bilhões, e as saídas líquidas de papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico aumentaram em US\$5,5 bilhões, para US\$18,0 bilhões, em razão do comportamento dos fluxos direcionados a esses instrumentos nos primeiros oito meses deste ano. A projeção anual para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior foi mantida em 60%, consistente com rolagens próximas a 100% previstas para o período de setembro e dezembro.

O hiato financeiro do balanço de pagamentos é previsto superavitário em US\$12,2 bilhões para 2016 (*superavit* de US\$13,1 bilhões no Relatório anterior), permitindo aos bancos liquidar seus compromissos de linha com recompra junto ao Banco Central, US\$10,1 bilhões, e elevar o saldo de ativos mantidos no exterior, US\$2,1 bilhões.

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

Discriminação	US\$ bilhões					
	2015*			2016*		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano <sup>2/</sup>
Transações correntes	-2,6	-46,2	-58,9	-0,6	-13,1	-18,0
Juros de títulos de renda fixa negociados no país – despesas	-0,4	-6,7	-6,9	-0,2	-5,8	-5,9
Juros de remuneração de reservas – receitas	0,2	1,7	2,6	0,3	2,0	3,0
Lucros reinvestidos – receitas	0,4	3,1	4,5	0,1	0,8	2,0
Lucros reinvestidos – despesas	-0,8	-4,0	-7,1	-0,8	-6,5	-9,0
Transações correntes – hiato financeiro	-2,1	-40,2	-51,9	0,1	-3,5	-8,1
Conta financeira	-2,6	-43,7	-49,1	0,4	-2,5	-20,3
Ativos	2,9	35,1	50,2	4,7	37,1	47,0
Investimento direto no exterior, exceto lucros reinvestidos	-0,1	9,9	9,0	0,2	6,1	7,0
Investimento em carteira, exceto bancos	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	-0,4	-
Outros investimentos, exceto bancos	3,2	25,3	41,6	4,5	31,3	40,0
Passivos	5,3	81,4	99,7	3,6	33,6	67,1
Investimento direto no país, exceto lucros reinvestidos	4,5	38,2	67,9	6,4	34,6	61,0
Investimento em carteira, exceto reinvestimento de juros no país	-2,0	14,8	11,6	-5,9	-16,9	-18,0
Outros investimentos	2,8	28,4	20,1	3,1	15,9	24,0
Demais	-0,2	2,6	0,3	-0,7	-6,0	-0,3
Hiato financeiro <sup>3/</sup>	0,5	3,5	-2,8	-0,3	-1,0	12,2
Intervenções líquidas do Banco Central <sup>4/</sup>	0,1	8,1	-1,8	0,8	4,9	10,1
Bancos – variação de ativos no exterior <sup>5/</sup>	0,4	-4,6	-1,1	-1,1	-5,9	2,1

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.



## Projeção para o PIB de 2017 e revisão para o de 2016

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

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2016, incorporados os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o segundo trimestre do ano e as estatísticas disponíveis para o trimestre em curso, foi mantida em -3,3% (Tabela 1).

A produção agropecuária deverá recuar 2,2%, ante estimativa anterior de -1,1%, evolução consistente com a piora nas estimativas do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola, do IBGE, e dos dados de abate. A projeção para o desempenho da indústria passou de -4,6% para -3,3%, refletindo melhora em todos seus componentes: indústria de transformação, de -6,1% para -5,0%, construção civil, de -5,5% para -3,6%, produção e distribuição de eletricidade, água e gás, de 4,1% para 5,8% e indústria extrativa, de -4,8% para -4,6%. O setor de serviços deverá apresentar desempenho mais desfavorável do que o previsto anteriormente (-2,7%, ante -2,4%), ressaltando-se as revisões negativas nas atividades intermediação financeira e serviços relacionados (1,9 p.p.), outros serviços (0,7 p.p.) e transporte, armazenagem e correio (0,4 p.p.).

No âmbito da demanda agregada, destaque para a piora de 0,4 p.p., para -4,4%, na estimativa para o Consumo das Famílias, alteração compatível com os processos de distensão no mercado de trabalho e desaceleração do mercado de crédito; e para a revisão, de -11,6% para -8,7%, na projeção da Formação Bruta de Capital Fixo, evolução compatível com a melhora na absorção de bens de capital e na construção civil. Em relação ao componente externo da demanda agregada, a variação anual das exportações foi revista em -2,8 p.p., para 4,7%, e a das importações em 3,8 p.p., para -10,2%.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2016 é estimada em -5,4 p.p. e a do setor externo, em 2,1 p.p.



**Tabela 2 – Produto Interno Bruto**  
Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2015	2016 <sup>1/</sup>	2017 <sup>1/</sup>
Agropecuária	1,8	-2,2	3,5
Indústria	-6,2	-3,3	1,5
Serviços	-2,7	-2,7	0,9
Valor adicionado a preços básicos	-3,3	-2,8	1,2
Impostos sobre produtos	-7,3	-6,1	1,7
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>1,3</b>
Consumo das famílias	-4,0	-4,4	0,8
Consumo do governo	-1,0	-1,3	0,5
Formação Bruta de Capital Fixo	-14,1	-8,7	4,0
Exportação	6,1	4,7	4,5
Importação	-14,3	-10,2	6,0

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

A projeção para o crescimento do PIB em 2017 situa-se em 1,3% (Tabela 2). A estimativa de crescimento reflete, na análise da oferta, aumentos nos segmentos primário (3,5%), secundário (1,5%) e terciário (0,9%).

No âmbito dos componentes da demanda interna, destaque para a projeção de aumento de 4,0% na formação bruta de capital fixo, seguindo-se estimativas mais moderadas para as variações do consumo das famílias (0,8%) e do consumo do governo (0,5%), consistentes com o cenário de recuperação dos indicadores de confiança e de consolidação do ajuste fiscal em curso. As exportações e as importações de bens e serviços devem crescer 4,5% e 6,0%, respectivamente, em 2107, aumentos associados, na esfera das exportações, às perspectivas mais favoráveis para a indústria e para a agropecuária, e relativamente às importações, às projeções de aumentos para o consumo das famílias e para a formação bruta de capital fixo. A contribuição da demanda interna para a expansão anual do PIB em 2017 deverá atingir 1,6 p.p. e a do setor externo, -0,3 p.p.

# Mobilidade ocupacional no mercado de trabalho no período recente

O mercado de trabalho brasileiro continua em processo de distensão, com taxa de desocupação crescente e população ocupada e rendimentos reais em declínio (Tabela 1).

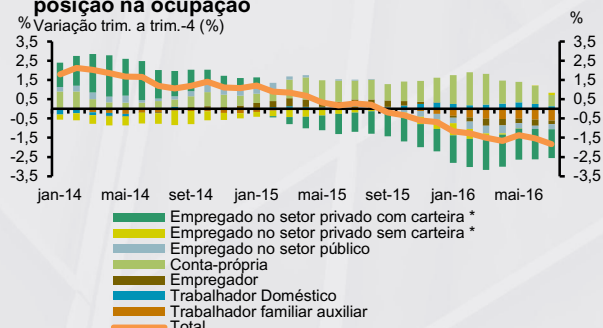
**Tabela 1 – Alguns indicadores do mercado de trabalho**  
(Trimestre encerrado em Julho de 2016)

Indicadores	Estimativa em Julho/2016	Peso	Variações (%)	
			Trimestral	Interanual
			(dessaz.)	
(milhões de pessoas)				
População em idade de trabalhar	166,4	100,0	0,3	1,3
Força de trabalho	102,3	61,5	0,4	1,5
Desocupados	11,8	7,1	7,0	37,4
Ocupados	90,5	54,4	-0,4	-1,8
Taxa de desocupação (%)	11,6	-	0,7	3,0
Rendimento habitual real (R\$)	1.985,0	-	-0,6	-3,1
Massa salarial habitual real (R\$ bilhões)	175,3	-	-0,6	-4,0

Fonte: PNAD Contínua/IBGE.

- 1/ Os dados da PNAD Contínua divulgados pelo IBGE mensalmente são médias móveis trimestrais.
- 2/ Para taxa de desocupação ou desemprego valores em p.p. Para os demais, em %.
- 3/ Rendimento médio real de todos os trabalhos habitualmente recebido.
- 4/ Massa salarial real de todos os trabalhos habitualmente recebida.

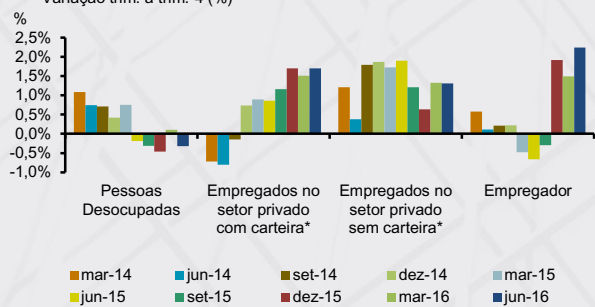
**Gráfico 1 - Decomposição da variação interanual da população ocupada, segundo posição na ocupação**



O recuo da população ocupada conjugado com o crescimento da força de trabalho a taxas superiores às do crescimento da população em idade de trabalhar resultou em expressivo crescimento no número de desocupados, que atingiu 11,8 milhões de pessoas no trimestre encerrado em julho de 2016, ante 8,6 milhões em julho de 2015. Conforme o Gráfico 1, que apresenta a contribuição de cada categoria de ocupação para a variação interanual do total da população ocupada a partir de janeiro de 2014, o recuo da ocupação ocorreu na maior parte das categorias de trabalhadores, concentrando-se na de empregados do setor privado com carteira<sup>1</sup>. O recuo do emprego com carteira concomitante ao aumento, em magnitudes semelhantes, do trabalho por conta própria sugere ter havido

1/ Houve crescimento da ocupação nas categorias de trabalhadores domésticos e de trabalhadores por conta própria.

**Gráfico 2 - Contribuição líquida na variação do estoque de trabalhadores por conta própria**  
Variação trim. a trim.-4 (%)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE.

\* exclusive domésticos.

um processo de migração de trabalhadores do primeiro grupo para o segundo.

Nesse contexto, o boxe analisa a mobilidade entre categorias da ocupação, com ênfase no crescimento de trabalhadores por conta própria e do número de desocupados, fazendo uso, para tanto, da técnica de pareamento<sup>2</sup> com os microdados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), divulgados trimestralmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)<sup>3</sup>. Neste boxe, a análise considera alterações na categoria de ocupação de indivíduos que foram entrevistados no trimestre T e, novamente, no trimestre T+4 (indivíduos pareados)<sup>4</sup>.

Um dos principais resultados dos fluxos líquidos de pessoas que migraram de posição de ocupação<sup>5</sup> encontra-se no Gráfico 2<sup>6</sup>, ratificando a hipótese de migração de empregados com carteira para a categoria por conta própria desde o quarto trimestre de 2014, na comparação interanual. No segundo trimestre de 2016, este fluxo resultou em aumento interanual de 1,7% na quantidade de trabalhadores por conta própria. No mesmo período, o fluxo líquido de empregadores, que deixaram de ter empregados, aumentou em 2,2% o contingente de conta própria. O aumento percentual proveniente de empregados sem carteira permaneceu positivo, mas com tendência decrescente. A inserção no mercado de trabalho como conta própria, caracterizada pela entrada líquida de desocupados, mostrou sinais de desaceleração nos últimos trimestres, com fluxos negativos.

A dinâmica do fluxo líquido de pessoas para a desocupação é apresentada no Gráfico 3. Os fluxos

2/ Esta técnica permite verificar o que ocorre com o mesmo grupo de indivíduos no mercado de trabalho no decorrer do tempo.

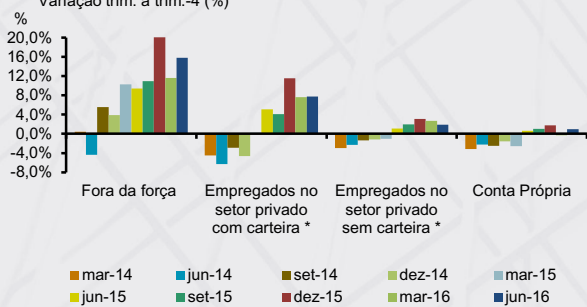
3/ Os microdados estão disponíveis até o segundo trimestre de 2016.

4/ A PNADC não fornece a identificação do morador entrevistado. Como a pesquisa é desenhada de maneira longitudinal, com visita em um mesmo domicílio por até cinco trimestres, a técnica para captar um mesmo indivíduo consistiu em parear informações tais como moradia, sexo e idade. Dada a estrutura amostral da PNADC, a sobreposição global de domicílios do 1º (T) ao 5º trimestre (T+4) é de 20%. O tratamento aqui utilizado gerou uma amostra de 13% de indivíduos pareados, cujas estimativas populacionais se assemelharam aos resultados gerais da pesquisa.

5/ As posições investigadas seguem a classificação da PNAD Contínua/IBGE: pessoas em idade de trabalhar, pessoas fora da força de trabalho, pessoas desocupadas, empregados no setor privado com e sem carteira de trabalho assinada (exclusive trabalhadores domésticos), empregados no setor público, empregadores, trabalhadores domésticos, por conta própria e trabalhadores auxiliares familiar.

6/ O fluxo líquido de pessoas provenientes de outras posições na ocupação para conta própria foi obtido calculando-se o número de pessoas que, do trimestre T ao trimestre T+4, migraram de outra posição de ocupação para conta própria, descontando-se deste total as pessoas que saíram de conta própria para as demais posições.

**Gráfico 3 - Contribuição líquida na variação do estoque de pessoas desocupadas**  
Variação trim. a trim.-4 (%)



Fonte: PNAD Contínua/IBGE.

\* exclusive domésticos.

líquidos interanuais de empregados com e sem carteira de trabalho assinada para a categoria de desocupados foram positivos desde meados do ano passado. Entre o segundo trimestre de 2015 e o segundo trimestre de 2016, esses fluxos líquidos alcançaram, respectivamente, 7,7% e 1,9% do estoque de trabalhadores desocupados. A contribuição líquida das pessoas provenientes de fora da força de trabalho tem se intensificado e aumentou em 15,8% o total de desocupados no último trimestre.

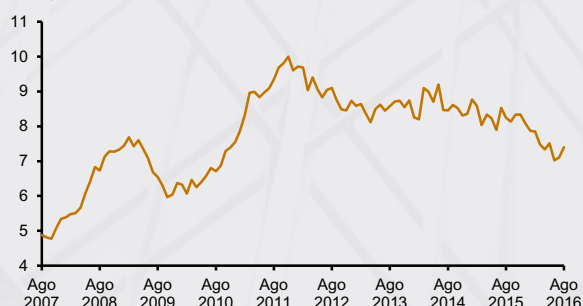
Em linhas gerais, a técnica de pareamento permite observar os fluxos ocorridos entre períodos distintos de tempo, ajudando a compreender as variações nos estoques populacionais. A análise de dados da PNADC confirma a conjectura inicial, de mudança na estrutura ocupacional do mercado de trabalho no período recente, com empregados com carteira migrando para a categoria de trabalhadores por conta própria. A análise mostra, também, aumentos dos fluxos líquidos de empregados com e sem carteira e, mais recentemente, de trabalhadores por conta própria, para a categoria de desocupados. Além disso, a quantidade de desocupados tem apresentado crescimento devido ao aumento do fluxo líquido de pessoas que se encontravam fora da força de trabalho.



# Inflação no setor de serviços

**Gráfico 1 – IPCA serviços (POF 2009)**

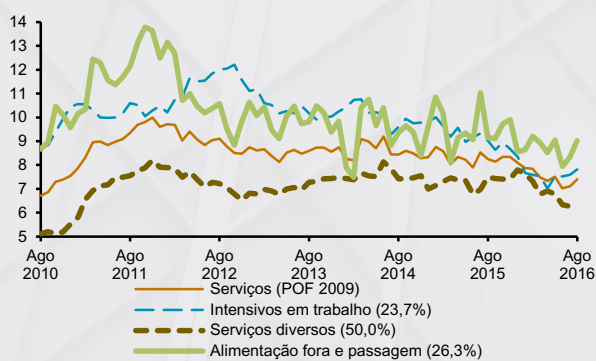
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE e BCB

**Gráfico 2 – Segmentos da inflação de serviços**

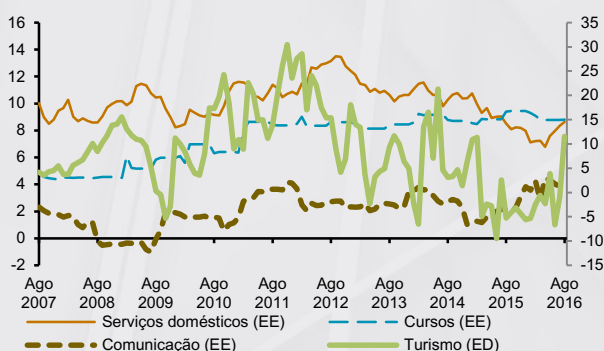
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE e BCB

**Gráfico 3 – Componentes da inflação de serviços**

Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE e BCB

Este box busca avaliar a desinflação no setor de serviços por meio de diversas evidências disponíveis.

A inflação do setor de serviços registrou desaceleração entre novembro de 2015 e junho de 2016, recuando de 8,34% para 7,02% nesse período. Esse movimento foi interrompido em julho e agosto, quando acelerou para 7,40% (Gráfico 1').

O Gráfico 2 mostra a evolução da inflação do setor de serviços entre seus componentes<sup>2</sup>. Embora exibam alguma similaridade em movimentos de mais baixa frequência, podem ser observadas diferenças na volatilidade e, no período mais recente, na velocidade de desinflação dos diversos componentes.

Pode-se argumentar que, dentre os componentes da inflação de serviços no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), quatro grupos de preços podem dificultar a identificação da tendência inflacionária recente do setor (Gráfico 3):

- Turismo: subitens cujos preços são muito voláteis ou que foram sensivelmente afetados pelos eventos esportivos que ocorreram no Brasil nos últimos anos. Esse grupo é composto por passagem aérea (1,1% do peso do setor de serviços<sup>3</sup>), hotel (1,0%) e excursão (1,0%);
- Serviços domésticos: subitens cujas elasticidades ao ciclo econômico sofreram importante redução desde maio de 2016, em virtude da alteração em suas respectivas metodologias de cálculo<sup>4</sup>. Essas

1/ Neste box, utilizou-se a série histórica do IPCA-Serviços recalculada com a classificação e estrutura de ponderação da POF 2009, implementadas em janeiro de 2012.

2/ A abertura por componentes da inflação de serviços foi apresentada no box “Segmentação da inflação de serviços”, divulgado no Relatório de Inflação de dezembro de 2013.

3/ Os pesos apresentados neste box são os do IPCA de agosto de 2016.

4/ Com o fim da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) a variação mensal desses subitens passou a ser calculada pela raiz 12ª do reajuste anual do salário mínimo.

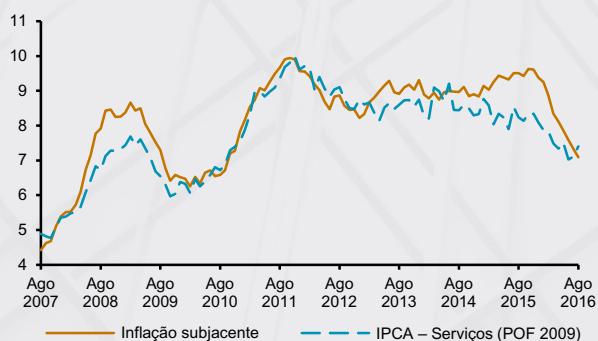


alterações dificultam a avaliação da tendência subjacente para a inflação desses serviços. O grupo é formado pelos subitens empregado doméstico (11,6%) e mão-de-obra (4,1%).

- Cursos: itens com reajustes pouco frequentes ao longo do ano. O grupo inclui os itens cursos regulares (8,5%) e cursos diversos (2,3%);
- Comunicação: subitens com reajustes pouco frequentes ao longo do ano, com inflação sistematicamente abaixo da média do setor de serviços e que foram afetados por recentes alterações em alíquotas de tributos estaduais. Esse grupo é composto por telefone celular (3,6%), acesso à internet (0,7%), telefone com internet (2,0%) e TV por assinatura com internet (0,8%).

**Gráfico 4 – Inflação de serviços**

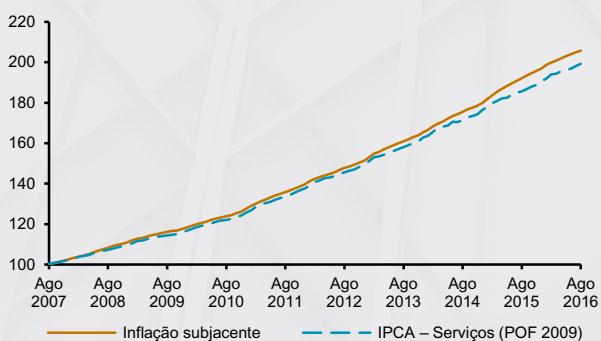
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE e BCB

**Gráfico 5 – Inflação de serviços**

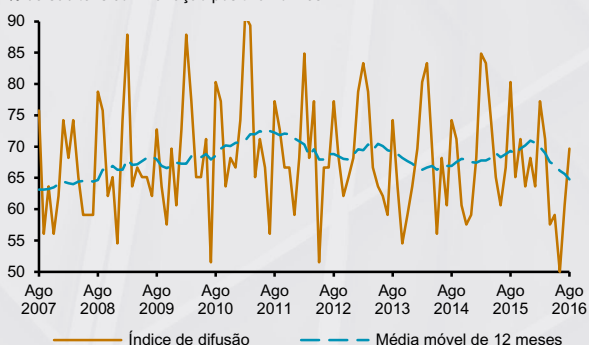
Nível - 2007 = 100



Fonte: IBGE e BCB

**Gráfico 6 – Índice de difusão**

% de subitens com variação positiva no mês



Fonte: IBGE e BCB

A eliminação desses quatro grupos de preços, cujo peso representa 36,4% da inflação de serviços do IPCA, resulta em indicador de inflação subjacente no setor de serviços, que mostra desaceleração mais pronunciada no período recente (Gráfico 4). Entretanto, note-se que, desde 2007, esse mesmo indicador apresentou, em média, inflação mais alta que a do setor de serviços como um todo. Essa diferença pode ser vista com mais clareza no Gráfico 5, que mostra a evolução da inflação acumulada do componente de serviços do IPCA e desse indicador (ou seja, mostra a diferença na evolução dos níveis de preços associados). Essas evidências geram incertezas sobre se a intensificação recente da desinflação desse indicador representa uma tendência que deverá se disseminar para os demais preços do setor e da economia ou se decorre de ajuste de preços relativos, após acúmulo de diferenças importantes nos últimos anos.

Uma forma de avaliar o grau de disseminação de movimentos da inflação é utilizar o índice de difusão, que revela a proporção de subitens com variação positiva em um determinado mês. Nesse sentido, o Gráfico 6 apresenta o índice de difusão mensal do setor de serviços e sua respectiva média móvel de doze meses. Verifica-se recuo da média móvel do índice de difusão, no período recente. Recuos análogos podem ser observados em outros períodos da amostra apresentada no gráfico.

Em síntese, este boxe avaliou a evolução da inflação no setor de serviços, com o objetivo de contribuir para a análise das perspectivas de desinflação. É importante ressaltar que nenhuma medida isolada substitui o IPCA-Serviços como medida de inflação, representando tão somente informações adicionais ao processo de acompanhamento dos preços do setor. Há incertezas sobre se a desaceleração recente observada em alguns preços de serviços representa desinflação que deverá se disseminar nesse setor e pelos demais preços da economia.



Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta uma análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2018. A extensão das projeções até esse horizonte cumpre o papel de cobrir a totalidade dos anos-calendário para os quais já há definição das metas para a inflação por parte do Conselho Monetário Nacional.

As projeções condicionais para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante todo o horizonte de previsão, em 14,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 30 e 31 de agosto, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,30/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio correspondentes às medianas das expectativas apuradas pela pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central com analistas independentes.

Neste Relatório, apresentamos ainda dois cenários adicionais, que combinam hipóteses dos cenários de referência e de mercado. O primeiro cenário híbrido supõe que a taxa de câmbio permanecerá constante (em R\$3,30/US\$) durante todo o horizonte de previsão e que a taxa Selic evoluirá conforme trajetória apurada pela pesquisa Focus (“cenário híbrido – câmbio constante”). O segundo cenário híbrido supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante todo o horizonte de previsão (em 14,25% a.a.) e que a taxa de câmbio evoluirá conforme trajetória apurada pela pesquisa Focus (“cenário híbrido – juros constantes”). Todas as projeções condicionais aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a data de corte, em 22 de setembro de 2016, a menos de indicação contrária.

É importante ressaltar que as projeções condicionais de inflação 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 dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas.

Em seu processo de tomada de decisão, o Copom analisa um amplo conjunto de variáveis e modelos, em relação aos quais exerce julgamentos com base no conjunto de informações disponíveis. Ao expor alguns cenários que informam suas deliberações, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

## 2.1 Revisões e projeções de curto prazo

Desde o Relatório de Inflação de junho de 2016, os efeitos remanescentes do fenômeno *El Niño* sobre a oferta de alimentos e os impactos dos Jogos Olímpicos sobre os preços do setor de serviços produziram diferenças importantes entre as projeções para a inflação mensal dos últimos três meses e os valores observados. No acumulado do trimestre encerrado em agosto, a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, ficou 0,48 p.p. acima do cenário básico do Copom na data de corte do Relatório de Inflação (Tabela 2.1) de junho.

Em junho, a alta de 0,35% do IPCA ficou em linha com o cenário básico, mesmo diante das fortes elevações nos preços do feijão carioca e do leite longa-vida. Esses subitens voltaram a pressionar a inflação de julho, respondendo por parte significativa da surpresa de 0,32 p.p. no IPCA do mês (alta de 0,52%). Já em agosto, a despeito da desaceleração da taxa mensal para 0,44% e do início da dissipação do choque de alimentos, o IPCA ficou 0,16 p.p. acima do que se projetava no Relatório anterior, repercutindo, em grande parte, variações mais fortes que o esperado nos itens hotel e passagem aérea.

### Projeções de curto prazo

As projeções de curto prazo do Copom consideram variações respectivas de 0,19%, 0,40% e 0,45% para

**Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária**

	2016			Variação %
	jun	jul	ago	12 meses até ago
	Cenário do Copom <sup>1/</sup>	0,35	0,20	0,28
IPCA observado	0,35	0,52	0,44	8,97
Erro das projeções	0,00	0,32	0,16	0,48

Fonte: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de junho de 2016



**Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo**

	Variação %			
	2016			12 meses até nov
	set	out	nov	
Cenário do Copom <sup>1/</sup>	0,19	0,40	0,45	7,54

Fonte: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte

o IPCA mensal de setembro a novembro, evolução que levaria a inflação em doze meses para 7,54% ao final do período (ante 8,97% em agosto) – Tabela 2.2.

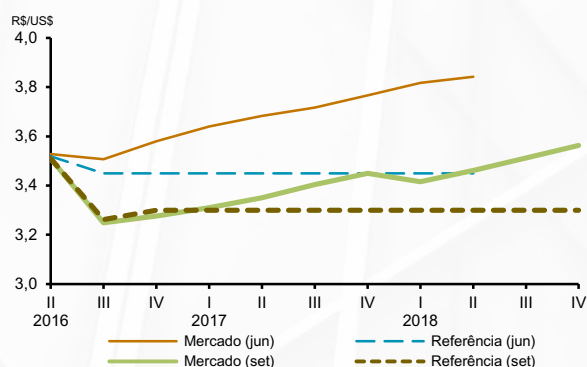
Em setembro, a continuidade do arrefecimento da inflação de alimentos, a dissipação dos efeitos de reajustes do grupo educação e a queda dos preços de itens influenciados pelas Olimpíadas devem favorecer a desaceleração da inflação ao consumidor. Nos dois meses seguintes, altas sazonais nos preços de carnes, produtos *in natura* e passagens aéreas podem provocar aceleração das taxas mensais, que, no entanto, devem ficar abaixo das variações registradas nos mesmos meses de 2015, sustentando a queda da inflação acumulada em doze meses.

## 2.2 Projeções condicionais

Conforme mencionado anteriormente, o cenário de referência pressupõe a manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,30/US\$ e a meta para a taxa Selic em 14,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de agosto de 2016 – ante R\$3,45/US\$ e 14,25% a.a. considerados no Relatório de Inflação de junho de 2016.

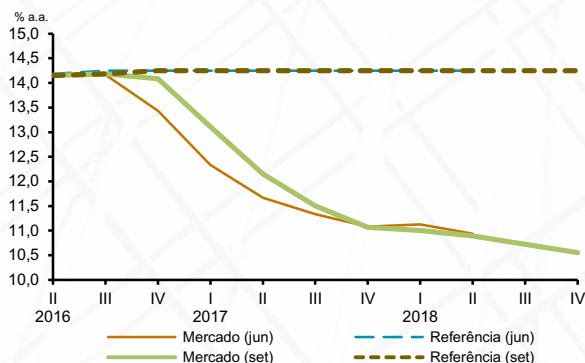
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa Focus, realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de 16 de setembro de 2016. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média recuaram para 2016, 2017 e 2018, em comparação aos valores divulgados no Relatório anterior. Para o último trimestre de 2016, a taxa média passou de R\$3,58/US\$ para R\$3,28/US\$. Para o final de 2017, a taxa média passou de R\$3,80/US\$ para R\$3,45/US\$. Para o final de 2018, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$3,58/US\$, ante R\$3,90/US\$, valor considerado no Relatório anterior. O Gráfico 2.1 compara as trajetórias da taxa de câmbio utilizadas como condicionantes aos cenários de referência e de mercado neste Relatório com aquelas utilizadas no Relatório anterior.

**Gráfico 2.1 – Câmbio: cenários de referência e de mercado**



No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2016 aumentaram de 13,44% a.a. para 14,08% a.a. e, para o final de 2017, deslocaram-se de 11,25% a.a. para

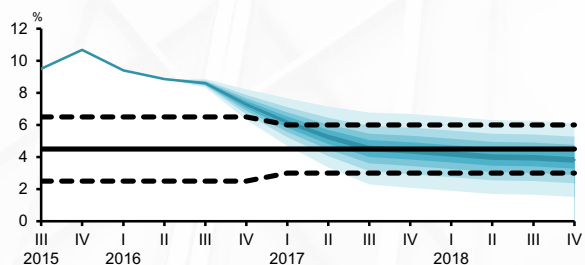
**Gráfico 2.2 – Selic: cenários de referência e de mercado**



11,00% a.a. Para o final de 2018, as expectativas mantiveram-se em 10,50% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de -107 p.b., -286 p.b e -327 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (14,25% a.a.), no quarto trimestre de 2016, 2017 e 2018, respectivamente. O Gráfico 2.2 compara as trajetórias da taxa de juros utilizadas como condicionantes aos cenários de referência e de mercado neste Relatório com aquelas utilizadas no Relatório de junho de 2016.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados, em ambos os cenários, é de 6,2% para 2016, ante 6,7% 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 7,0% nos preços da energia elétrica. Para 2017, considera-se variação de 5,8%, ante projeção de 5,3% no Relatório anterior. Entre outros fatores, essa projeção considera reajuste médio de 6,9% nas tarifas de ônibus urbano e de 7,7% nos preços da energia elétrica. Para 2018, considera-se variação de 5,1%. 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 2.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com taxa de câmbio e juros constantes (Cenário de referência)**  
Leque de inflação



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

**Tabela 2.3 – Inflação do IPCA, com taxa de câmbio e juros constantes (Cenário de referência)**

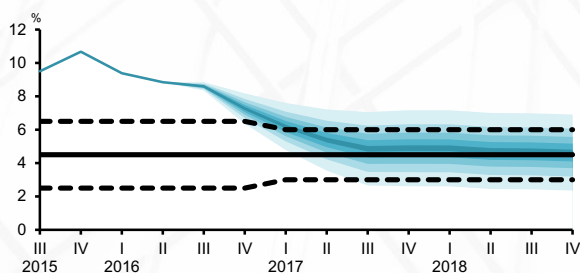
Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
		50%					
		30%		10%			
2016 3	8,5	8,5	8,6	8,6	8,7	8,7	8,6
2016 4	6,9	7,0	7,2	7,3	7,5	7,7	7,3
2017 1	5,6	5,8	6,1	6,3	6,5	6,8	6,2
2017 2	4,5	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0	5,2
2017 3	3,6	4,0	4,4	4,7	5,1	5,4	4,5
2017 4	3,4	3,8	4,2	4,6	4,9	5,3	4,4
2018 1	3,2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

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

As projeções aqui apresentadas dependem ainda de considerações sobre a evolução da política fiscal. Na conjuntura atual, os principais efeitos desta política estão associados ao processo de ajuste da economia, que envolve encaminhamento de importantes reformas propostas pelo Governo para apreciação pelo Congresso Nacional. Esses efeitos podem ser capturados pelos modelos utilizados para produzir as projeções na medida em que influenciem preços de ativos e expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus. Além desses efeitos, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impactos decorrentes de medidas de curto prazo sobre a demanda agregada.

Com base nos pressupostos acima e utilizando o conjunto de informações disponíveis, foram construídas projeções para a variação acumulada do IPCA em quatro trimestres, compatíveis com as

**Gráfico 2.4 – 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 2.4 – 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%	10%	30%	
2016 3	8,5	8,5	8,6	8,6	8,7	8,7
2016 4	6,9	7,1	7,2	7,3	7,5	7,6
2017 1	5,6	5,9	6,1	6,3	6,5	6,8
2017 2	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	6,1
2017 3	4,0	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8
2017 4	4,0	4,4	4,7	5,1	5,4	5,8
2018 1	3,9	4,3	4,7	5,1	5,4	5,8
2018 2	3,8	4,2	4,5	4,9	5,3	5,7
2018 3	3,8	4,2	4,5	4,9	5,2	5,6
2018 4	3,7	4,1	4,5	4,8	5,2	5,6

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

1/ De acordo com o Gerin.

**Tabela 2.5 – Projeções do Relatório de Inflação de junho de 2016**

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

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 7,3% em 2016, 0,4 p.p. acima do valor considerado no Relatório de junho de 2016. Em 2017, de acordo com o Gráfico 2.3 e a Tabela 2.3, a projeção para o primeiro trimestre é de 6,2%, desloca-se para 5,2% e 4,5% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, e encerra o ano em 4,4%. Em 2018, a projeção para o primeiro trimestre é de 4,2%, deslocando-se para 4,0% no segundo e terceiro trimestres, e encerrando o ano em 3,8%.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 91% e, em 2017, de 12%. Para 2018, a probabilidade está em torno de 6%.

No cenário de mercado, conforme o Gráfico 2.4 e a Tabela 2.4, a projeção de inflação é de 6,2% no primeiro trimestre de 2017, desloca-se para 5,4% e 4,9% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, encerrando o ano em 4,9%. Em 2018, a projeção de inflação encontra-se em 4,9% no primeiro trimestre, recua para 4,7% no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano em 4,6%.

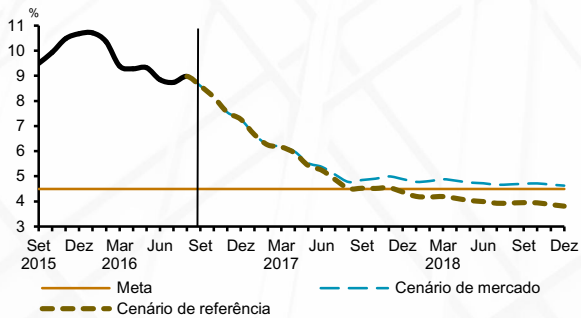
No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 92% e, em 2017, de 21%. Para 2018, a probabilidade está em torno de 16%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no Relatório anterior – as últimas constantes da Tabela 2.5 –, no cenário de referência, mostra elevação da projeção de inflação do terceiro 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 2017. A projeção passa a recuar a partir do terceiro trimestre de 2017, em relação aos valores apresentados no Relatório anterior, em função dos efeitos da taxa de câmbio e fatores externos, das expectativas de inflação e da atividade econômica e outros fatores internos. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias mostra uma dinâmica semelhante à observada no cenário de referência até o primeiro trimestre de 2017. A partir

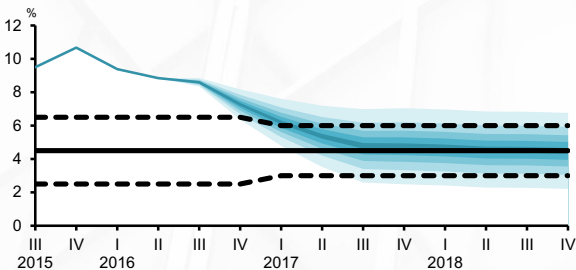


do segundo trimestre de 2017, a projeção nesse cenário apresenta uma maior queda em relação aos valores apresentados no Relatório de junho de 2016. O maior recuo nas projeções, em relação ao cenário de referência, se deve, em grande medida, a um menor ritmo de queda da taxa Selic considerado no cenário de mercado deste Relatório, em comparação com o considerado no Relatório anterior.

**Gráfico 2.5 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses**



**Gráfico 2.6 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com taxa de câmbio constante e expectativas de mercado para juros**  
Leque de inflação



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

**Tabela 2.6 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com taxa de câmbio constante e expectativas de mercado para a taxa de juros <sup>1/</sup>**

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

O Gráfico 2.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, até o quarto trimestre de 2018, e a trajetória de metas. Os valores referem-se à inflação ocorrida até agosto 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 terceiro trimestre de 2017, permanece relativamente estável no quarto trimestre de 2017, apresentando ligeira tendência de queda até o final do horizonte de projeção.

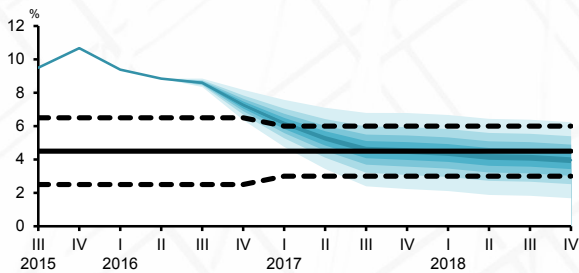
Neste Relatório, apresentam-se dois cenários adicionais, que combinam hipóteses dos cenários de referência e de mercado. O cenário híbrido com câmbio constante supõe que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,30/US\$ durante todo o horizonte de previsão e que a taxa Selic evoluirá conforme trajetória apurada pela pesquisa Focus. Conforme o Gráfico 2.6 e a Tabela 2.6, a projeção de inflação recua para 6,2% no primeiro trimestre de 2017, desloca-se para 5,4% e 4,8% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, encerrando o ano em 4,8%. Em 2018, a projeção de inflação encontra-se em 4,7% no primeiro trimestre, recua para 4,6% e 4,5% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, encerrando o ano em 4,5%.

Ainda no cenário híbrido com câmbio constante, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 92% e, em 2017, de 19%. Para 2018, a probabilidade está em torno de 14%.

O cenário híbrido com juros constantes supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante todo o horizonte de previsão, em 14,25% a.a., e que a taxa de câmbio evoluirá conforme trajetória apurada pela pesquisa Focus. Conforme o Gráfico 2.7 e a Tabela 2.7, a projeção de inflação recua para 6,2% no primeiro trimestre de 2017, desloca-se para



**Gráfico 2.7 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes e expectativas de mercado para a taxa de câmbio**  
Leque de inflação



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

**Tabela 2.7 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes e expectativas de mercado para a taxa de câmbio<sup>1/</sup>**

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

5,3% e 4,6% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, encerrando o ano em 4,5%. Em 2018, a projeção de inflação encontra-se em 4,4% no primeiro trimestre, recua para 4,2% e 4,1% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, encerrando o ano em 4,0%.

Nesse cenário híbrido com juros constantes, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 92% e, em 2017, de 14%. Para 2018, a probabilidade está em torno de 7%.

A média das projeções geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses apresenta tendência declinante ao longo de 2016, convergindo para valor próximo à média incondicional ao final do horizonte de projeção.

## 2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

O cenário básico do Copom contempla estabilização da atividade econômica no curto prazo e possível retomada gradual ao longo dos próximos trimestres. O nível de ociosidade na economia permanece elevado. Há um processo de desinflação em curso. As projeções produzidas pelo Copom indicam que esse processo deve continuar nos próximos anos. No entanto, a velocidade de desinflação permanece incerta.

Expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em 4,5% para 2018 e 2019. Entretanto, para 2017, essa mesma medida de expectativas encontra-se em 5,1%, ainda acima da meta de 4,5%.

No âmbito externo, o cenário ainda apresenta interregno benigno para economias emergentes. No entanto, as incertezas sobre o crescimento da economia global e, especialmente, sobre a normalização das condições monetárias nos EUA persistem.

Em sua última reunião, o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 14,25% a.a., sem viés. Na ocasião, o Comitê identificou os seguintes riscos domésticos para o cenário básico para a inflação:

Por um lado, (i) a inflação acima do esperado no curto prazo, em boa medida decorrente de preços de alimentos, poderia se mostrar persistente; (ii) incertezas quanto à aprovação e implementação dos ajustes necessários na economia permaneciam; e (iii) um período prolongado com inflação alta e com expectativas acima da meta poderia reforçar mecanismos inerciais e retardar o processo de desinflação;

Por outro lado, (iv) índices de preços no atacado indicavam possível arrefecimento do choque de preços de alimentos e um eventual efeito favorável sobre o IPCA; (v) os ajustes na economia poderiam ser implementados de forma mais célere, o que permitiria ganhos de confiança e reduziria as expectativas de inflação; e (vi) o nível de ociosidade na economia poderia produzir desinflação mais rápida do que a refletida nas projeções do Copom.

Nesse contexto, considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom avaliou que uma flexibilização das condições monetárias dependeria de fatores que permitissem que os membros do Comitê tivessem maior confiança no alcance das metas para a inflação no horizonte relevante para a condução da política monetária. Esse horizonte abrange os anos-calendário com metas já definidas pelo CMN, inclusive o ano de 2017, para o qual o Comitê persegue a convergência para a meta de 4,5%. Cabe ressaltar que o horizonte relevante das ações de política monetária, por sua vez, não é estático. Ele se desloca continuamente com o passar do tempo. Dentro dessa estratégia, à medida que avançam os meses, as ações de política monetária passam a dar maior importância, de maneira gradual, para períodos igualmente à frente.

Dentre os elementos que poderiam permitir maior confiança no alcance das metas, o Comitê destacou os seguintes fatores domésticos: (i) que a persistência dos efeitos do choque de alimentos na inflação fosse limitada; (ii) que os componentes do IPCA mais sensíveis à política monetária e à atividade econômica indicassem desinflação em velocidade adequada; e (iii) que ocorresse redução da incerteza sobre a aprovação e implementação dos ajustes necessários na economia, incluindo a composição das medidas de ajuste fiscal e seus respectivos impactos sobre a inflação.

Em relação ao primeiro fator, as Notas da reunião do Copom em agosto destacaram que a elevação

nos preços de alimentos persistia, mas que preços no atacado já mostravam alguns sinais de arrefecimento. Evidências recentes indicam que a queda nos preços de alimentos no atacado tem se transmitido para o varejo. Além disso, projeções para subitens de alimentos parecem mostrar mais segurança no processo de reversão do choque de preços nesse setor. De fato, uma parte da resistência recente à queda da inflação corrente parece ter sido causada por choques temporários nos preços de alimentos. O Copom se manterá atento a sinais de que essa resistência também possa advir de mecanismos inerciais.

No que tange ao segundo fator, ainda há sinais inconclusivos quanto à velocidade de desinflação em direção à meta, como mostra o Boxe "Inflação no setor de serviços" deste Relatório. O Copom avaliará (i) a tendência de desinflação de diversas medidas da inflação de serviços; e (ii) os efeitos secundários que a desinflação desse grupo poderá ter sobre outros componentes do IPCA.

Quanto ao terceiro fator, há sinais positivos em relação ao encaminhamento e apreciação das reformas fiscais. Entretanto, o processo de tramitação ainda está no início e as incertezas quanto à aprovação e implementação dos ajustes necessários permanecem. Essas reformas são relevantes para o Banco Central na medida em que têm impacto sobre o balanço de riscos e a trajetória da inflação em relação ao alcance das metas.

O Copom avaliará a evolução da combinação desses fatores, pois não há elemento que seja determinante por si só para as decisões de política monetária.

Os membros do Copom tomam suas decisões com base em avaliações necessariamente subjetivas, mas sempre calcadas em evidências sólidas sobre os fatores relevantes.





# Apêndice

---

**Administração do Banco Central do Brasil**

**Membros do Comitê de Política Monetária**

# Administração do Banco Central do Brasil

---

Diretoria Colegiada

**Ilan Goldfajn**

Presidente

**Anthero de Moraes Meirelles**

Diretor

**Carlos Viana de Carvalho**

Diretor

**Isaac Sidney Menezes Ferreira**

Diretor

**Luiz Edson Feltrim**

Diretor

**Otávio Ribeiro Damaso**

Diretor

**Reinaldo Le Grazie**

Diretor

**Sidnei Corrêa Marques**

Diretor

**Tiago Couto Berriel**

Diretor

## **Membros do Comitê de Política Monetária**

---

### Membros

**Ilan Goldfajn**  
Presidente

**Anthero de Moraes Meirelles**  
Diretor

**Carlos Viana de Carvalho**  
Diretor

**Isaac Sidney Menezes Ferreira**  
Diretor

**Luiz Edson Feltrim**  
Diretor

**Otávio Ribeiro Damaso**  
Diretor

**Reinaldo Le Grazie**  
Diretor

**Sidnei Corrêa Marques**  
Diretor

**Tiago Couto Berriel**  
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

**André Minella**  
Chefe do Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

# Siglas

---

<b>BCB</b>	Banco Central do Brasil
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNI</b>	Confederação Nacional da Indústria
<b>Copom</b>	Comitê de Política Monetária
<b>DAX</b>	Deutscher Aktienindex
<b>Embi+</b>	Emerging Markets Bond Index Plus
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FBCF</b>	Formação Bruta de Capital Fixo
<b>FGV</b>	Fundação Getulio Vargas
<b>IBC-Br</b>	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<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>IDE</b>	Investimento Direto no Exterior
<b>IDP</b>	Investimentos Diretos no País
<b>IE</b>	Índice de Expectativas
<b>IGP</b>	Índice Geral de Preços
<b>IGP-M</b>	Índice Geral de Preços – Mercado
<b>Inec</b>	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
<b>IPA</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo
<b>IPA-DI</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>ISA</b>	Índice da Situação Atual
<b>Nuci</b>	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
<b>p.p.</b>	Pontos percentuais
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PNAD Contínua</b>	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
<b>S&amp;P 500</b>	Standard and Poor's 500
<b>VIX</b>	Chicago Board Options Exchange Volatility Index
<b>WTI</b>	West Texas Intermediate







**BANCO CENTRAL  
DO BRASIL**

[bcb.gov.br](http://bcb.gov.br)