

A trajetória dos indicadores de atividade evidencia consolidação do processo de estabilização da economia brasileira e recuperação gradual da atividade econômica.

Embora a economia siga com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego, o crescimento do consumo das famílias tende a abrir espaço para a retomada do investimento à medida que a recuperação avance. Ressalte-se que há sinais de reação do emprego mesmo nessa fase do ciclo.

No âmbito externo, a atividade econômica global vem se recuperando sem pressionar as condições financeiras nas economias avançadas, contribuindo para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes.

Ressalte-se que embora persistam riscos associados ao processo de normalização da política monetária em economias centrais e aos rumos da economia chinesa, com possíveis impactos sobre o apetite ao risco por ativos de economias emergentes, a economia brasileira apresenta maior capacidade de absorver eventual revés no cenário internacional, devido à situação robusta de seu balanço de pagamentos e ao ambiente com inflação baixa, expectativas ancoradas e perspectiva de recuperação econômica.

O comportamento da inflação permanece bastante favorável, com diversas medidas de inflação subjacente em nível baixo, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

1.1 Cenário externo

O crescimento acima das expectativas nas maiores economias globais, no segundo trimestre de 2017, e a evolução recente de indicadores de alta frequência reforçaram as perspectivas de expansão da atividade econômica global no ano. Embora seja esperada relativa moderação no terceiro trimestre, a melhora dos fundamentos, em especial na Europa e no Japão, e políticas monetárias ainda acomodáticas nas principais economias desenvolvidas devem dar suporte ao crescimento global nos próximos trimestres.

Na margem, o crescimento da atividade nas maiores economias avançadas – Estados Unidos da América (EUA), Área do Euro, Japão e Reino Unido – registrou aceleração no segundo trimestre, enquanto, considerados dados interanuais, a economia chinesa repetiu, no período, o desempenho consistente do trimestre anterior.

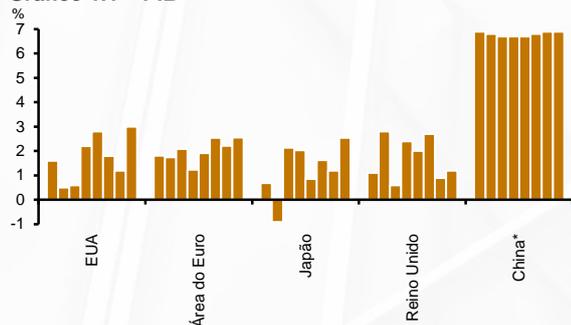
A solidez do crescimento dos EUA, em linha com a evolução de indicadores antecedentes, foi sustentada, em especial, pela contribuição da demanda doméstica. Ressalte-se que os elevados níveis da confiança do consumidor e a robustez do mercado de trabalho devem continuar dando suporte ao consumo, enquanto as exportações devem ser favorecidas pela depreciação do dólar.

Na Área do Euro, o PIB cresceu pelo décimo sétimo trimestre consecutivo, destacando-se o impacto da ampliação da massa salarial e da política monetária ainda expansionista sobre o consumo doméstico.

A economia japonesa registrou o sexto trimestre seguido de expansão, impulsionada pela demanda doméstica, em especial pelos gastos do consumidor e pelos investimentos públicos, que refletiram os estímulos fiscais suplementares. O ritmo de expansão moderado da renda deve, contudo, limitar a ampliação do consumo nos próximos trimestres, o que poderá resultar em desaceleração da economia.

Apesar do crescimento do PIB na margem, a atividade no Reino Unido segue refletindo o elevado grau de incerteza associado ao *Brexit*. O processo inflacionário em curso, que vem infligindo perdas aos salários reais e impedindo a sustentação do

Gráfico 1.1 – PIB^{1/}



1/ Var% T/T-1. Taxas anualizadas, c/ajuste sazonal. Último: 2º tri/2017

* China: Var% T/T-4, sem ajuste sazonal

Fonte: Thomson Datastream

consumo, também contribuiu negativamente para o resultado.

A economia da China registrou crescimento interanual acentuado no segundo trimestre do ano, a exemplo do observado no trimestre anterior, destacando-se o impacto do desempenho das exportações, mais intenso do que o associado à desaceleração continuada na construção civil e de atividades correlatas. A consolidação de um ritmo mais forte de atividade favorece que o governo dedique mais esforços à política de transição do modelo econômico e à contenção dos riscos à estabilidade financeira, particularmente os oriundos da rápida expansão do crédito.

As taxas de inflação interanual permaneceram reduzidas nas maiores economias desenvolvidas, destacando-se, nos EUA e na Área do Euro, o recuo dos preços de energia. A exceção continua sendo o Reino Unido, onde a evolução dos preços repercute os reflexos do *Brexit* sobre a desvalorização da libra. As medidas de inflação subjacente apresentaram alterações marginais no trimestre – com oscilações para cima na Área do Euro, no Japão e no Reino Unido, e para baixo nos EUA – e permaneceram, com exceção do Reino Unido, em níveis considerados reduzidos pelos respectivos bancos centrais.

Esse baixo patamar das taxas de inflação afetou as expectativas de mercado sobre a política monetária das economias avançadas, em particular a decisão de nova elevação dos juros pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC) do *Federal Reserve* (Fed)¹ ainda em 2017. A perspectiva de uma menor divergência entre as políticas monetárias americana e de outras economias impulsionou renovada desvalorização do *dollar index*² que atingiu o menor patamar desde janeiro de 2015.

O euro, por outro lado, experimentou expressiva valorização, colaborando para que o Banco Central Europeu (BCE) não anunciasse, na reunião de setembro, um plano para o início da redução do programa de compras de títulos. Em uma decisão menos orientada pelas condições de curto prazo, o FOMC deve anunciar, na reunião de setembro, o início do processo de redução do balanço do Fed, conforme amplamente aguardado. O Banco do

Gráfico 1.2 – Inflação (Núcleo) Economias Avançadas

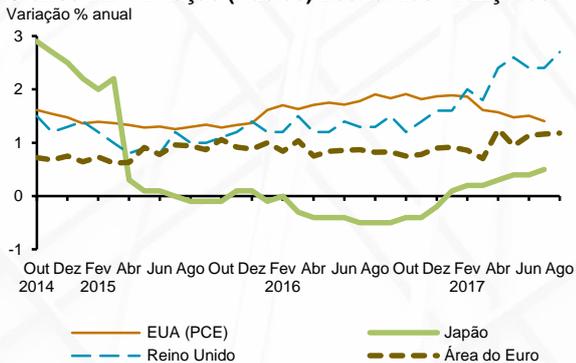


Gráfico 1.3 – Probabilidade implícita de alta nos Fed Funds em dezembro de 2017



Gráfico 1.4 – Taxas de Câmbio: Dólar Index e Euro



- 1/ A probabilidade implícita nos contratos futuros de elevação dos Fed Funds na reunião de dezembro do FOMC passou de 67,0%, em 3 de julho, para 47,0%, em 19 de setembro de 2017.
- 2/ O dólar index, divulgado pela *Intercontinental Exchange* de Nova York (ICE), é calculado a partir das taxas de câmbio bilaterais do dólar frente a seis outras moedas: euro, iene, libra esterlina, dólar canadense, coroa sueca e franco suíço.

Gráfico 1.5 – Índices de Ações MSCI para Economias Avançadas e Emergentes



Gráfico 1.6 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)

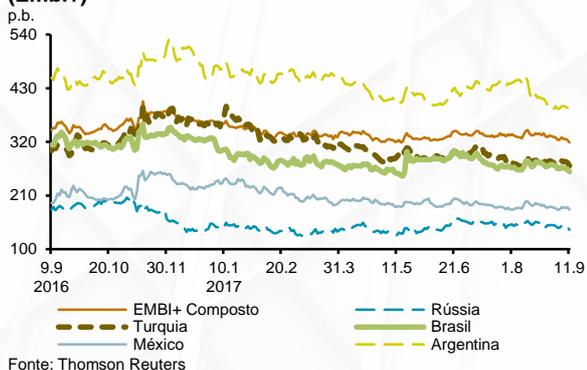
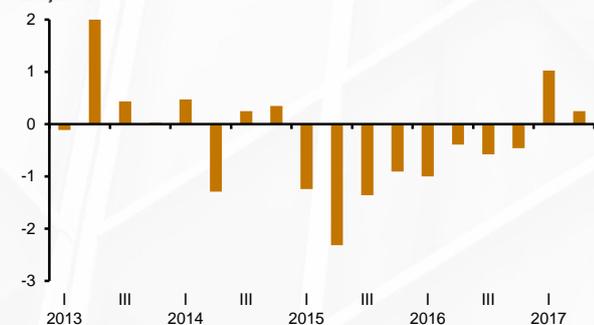


Gráfico 1.7 – PIB^{1/}

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Variação %



Japão, por sua vez, sinalizou que pretende continuar com a política monetária acomodatória, apesar da melhora da economia nos últimos trimestres, dadas as expectativas de inflação ainda bastante reduzidas.

O cenário de crescimento da economia global e as expectativas de que as políticas monetárias permaneçam expansionistas nas principais economias por um período prolongado de tempo ajudaram a sustentar os mercados de ativos dos países avançados. Do mesmo modo, o ambiente continua favorecendo as economias emergentes, que seguem se beneficiando das baixas taxas de juros, do dólar mais fraco e da menor aversão ao risco, apesar de episódios pontuais de volatilidade relacionados a eventos geopolíticos. Os índices de ações valorizaram nos maiores mercados emergentes, enquanto *proxies* do risco soberano³ apresentaram, em geral, tendência de queda.

Em síntese, desde o Relatório de Inflação anterior a economia global manteve o momento positivo de expansão da atividade, em ambiente inflacionário aquém do previsto. A manutenção por tempo adicional das políticas monetárias acomodatórias proporciona impulso adicional à atividade global e aumenta a atratividade de ativos de economias emergentes. Há riscos, por ora aparentemente baixos, de eventual reversão desse cenário internacional benigno.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica e mercado de trabalho

As perspectivas de retomada gradual da atividade econômica têm se fortalecido desde a divulgação do Relatório de Inflação anterior. O PIB voltou a crescer no segundo trimestre, os indicadores de atividade relativos ao terceiro trimestre apresentam tendência favorável e os dados do mercado de trabalho evidenciaram o encerramento do processo de distensão e o início, ainda que incipiente, de um movimento de retomada do emprego. O aumento da incerteza, expresso na oscilação dos indicadores

3/ *Emerging Markets Bond Index Plus Composite*, elaborado pelo JP Morgan, e os *Credit Default Swaps* (CDS).

Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

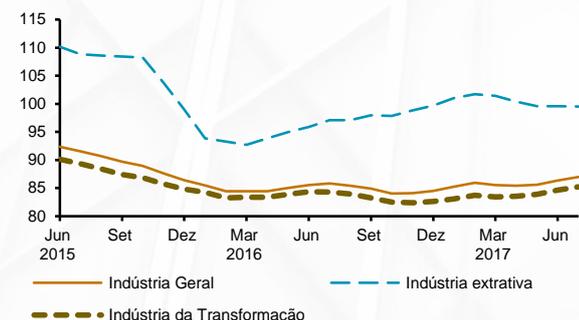
Discriminação	Variação %				
	2016			2017	
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	-0,4	-0,6	-0,5	1,0	0,2
Agropecuária	-0,2	0,7	2,1	11,5	-0,0
Indústria	0,5	-1,4	-0,9	0,7	-0,5
Serviços	-0,7	-0,5	-0,7	0,2	0,6
Consumo das famílias	-1,3	-0,3	-0,3	-0,0	1,4
Consumo do governo	0,2	-0,6	-0,2	-0,7	-0,9
Formação Bruta de					
Capital Fixo	0,4	-2,8	-1,3	-0,9	-0,7
Exportação	-0,5	-2,3	-1,0	5,2	0,5
Importação	8,3	-3,6	3,3	0,6	-3,5

Fonte: IBGE

Gráfico 1.8 – Produção Industrial^{1/}

Indústria geral e segmentos (MM3M)

2012 = 100

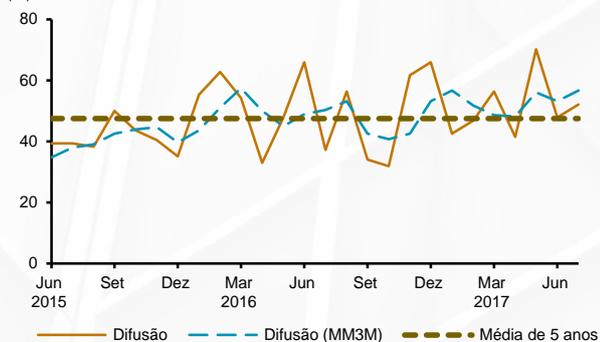


Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.9 – Índice de difusão da produção industrial^{1/}

(%)



Fonte: IBGE

1/ Ajuste sazonal próprio.

de confiança no trimestre, não teve impacto relevante sobre a atividade.

O PIB cresceu 0,2% no segundo trimestre de 2017, em relação ao trimestre anterior, dados dessazonalizados. Ressalte-se, do lado da oferta, o desempenho positivo do setor de serviços, beneficiado pela continuidade do aumento das vendas do comércio, em cenário de alta do consumo das famílias. A produção do setor agropecuário registrou estabilidade, após expressivo crescimento no primeiro trimestre, e a da indústria recuou, influenciada pelo resultado negativo da construção civil.

Sob a ótica da demanda, ressalte-se a expansão significativa do consumo das famílias, após nove variações trimestrais negativas. Essa evolução foi sustentada pelo aumento da massa de rendimentos reais, em ambiente de expressivo processo desinflacionário e pela reação do crédito às famílias, refletindo o efeito dos cortes na taxa básica de juros e o estágio avançado do processo de desalavancagem das famílias. Adicionalmente, há evidências de que a liberação de saques de contas inativas do FGTS⁴ também contribuiu para o aumento das vendas no período. O investimento voltou a recuar, mas em menor magnitude, sugerindo estabilização em patamar moderado, e a contribuição externa continuou positiva, em cenário de crescimento das exportações e recuo das importações.

Dados recentes, entre os quais os relativos à produção da indústria e às vendas no comércio, continuam reforçando a leitura de recuperação gradual da economia, consubstanciada pela revisão da projeção do PIB deste ano, apresentada em boxe específico neste Relatório.

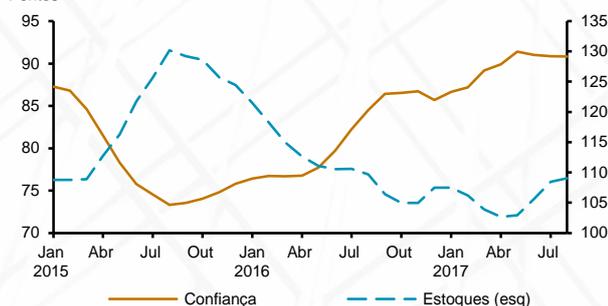
A produção industrial cresceu 1,8% no trimestre finalizado em julho, em relação ao terminado em abril, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Houve aumentos em todas as categorias de uso, com destaque para bens de capital (6,6%) e bens duráveis (2,5%), e em 14 das 23 atividades industriais, com ênfase nas expansões das produções de alimentos e de veículos automotores. O índice de difusão da indústria, que mede a

4/ Foram disponibilizados R\$44 bilhões entre março e julho, com impacto direto no consumo concentrado no segundo trimestre.

Gráfico 1.10 – Confiança e estoques^{1/}

Indústria de transformação (MM3M)

Pontos



Fonte: Fonte: FGV

1/ Séries com ajuste sazonal.

Indicador de estoques calculado como 200 – índice de estoques divulgado.

Tabela 1.2 – Volume de serviços

Discriminação	Trimestre ante trimestre anterior (%) ^{1/}			
	2017			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Total	-0,8	-1,3	0,3	0,9
Serviços prestados às famílias	-1,2	-2,4	-0,7	1,0
Serviços de informação e comunicação	1,2	0,1	-1,6	-1,4
Serviços profissionais, administrativos e complementares	-5,5	-2,3	1,6	2,7
Transportes, serviços auxiliares do transporte e correios	0,4	-0,2	0,7	0,5
Outros serviços	-7,3	-5,7	-3,8	0,7

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.11 – Índice de volume de vendas^{1/}

Trimestre/Trimestre anterior

Variação %



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

proporção de atividades industriais com variação positiva, continua em trajetória ascendente.

Evolução recente dos indicadores de confiança na indústria evidencia que o aumento das incertezas registrado em meados do ano tem se dissipado. Nesse sentido, embora a média do Índice de Confiança da Indústria⁵ (ICI) tenha recuado 0,6 ponto no trimestre encerrado em agosto, em relação ao finalizado em maio, resultado de decréscimos nos índices de expectativas (1,1 ponto) e de situação atual (-0,1 ponto), o indicador apresentou variação mensal positiva em agosto. O índice de estoques da indústria, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), apresentou variações respectivas de 6,1 pontos e de -3,7 pontos nos períodos mencionados.

O volume de serviços aumentou 0,9% no trimestre encerrado em julho de 2017, em relação ao encerrado em abril, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS). O desempenho recente do setor refletiu tanto o crescimento do volume de serviços mais influenciados pelo setor industrial, como serviços profissionais, administrativos e complementares (2,7%) e serviços de transportes, auxiliares aos transportes e correio (0,5%), quanto a melhora em setores mais correlacionados com a renda, como os serviços prestados às famílias (1,0%), sugerindo reação mais generalizada no setor.

Conforme enfatizado em edições anteriores deste Relatório de Inflação, a retomada gradual da produção industrial e a melhoria recente nas condições de mercado de trabalho têm se traduzido em ambiente mais favorável para recuperação do setor de serviços.

No contexto de recuperação do consumo, as vendas do comércio ampliado aumentaram, na margem, 2,1% no trimestre encerrado em julho, mesma expansão observada no trimestre terminado em abril, considerados dados dessazonalizados. Houve elevação em oito dos dez segmentos pesquisados, destacando-se as vendas de bens duráveis, em especial de equipamentos e materiais de escritório, informática e comunicação (6,7%), veículos, motocicletas, partes e peças (5,1%) e móveis e eletrodomésticos (3,8%).

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

Gráfico 1.12 – Indicadores coincidentes do comércio^{1/}

2014 = 100 (MM3M)

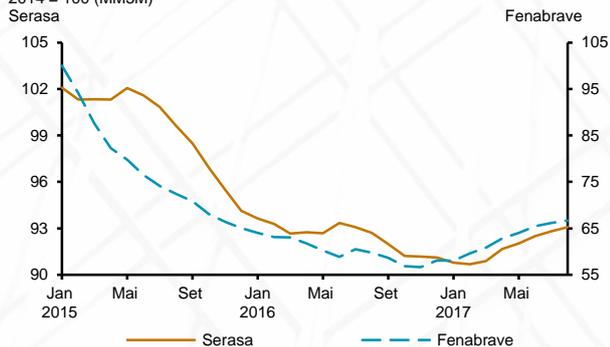


Gráfico 1.13 – Índices de Confiança do Consumidor

INEC



Gráfico 1.14 – Produção de bens de capital das principais categorias^{1/}

2014 = 100 (MM3M)

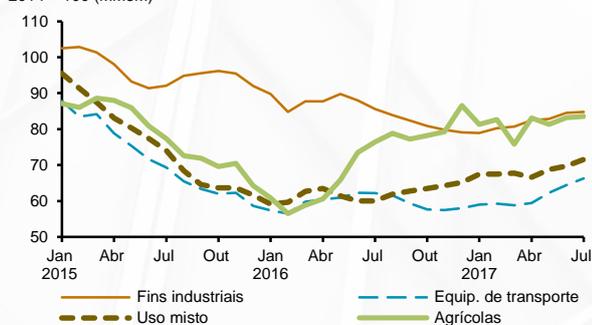
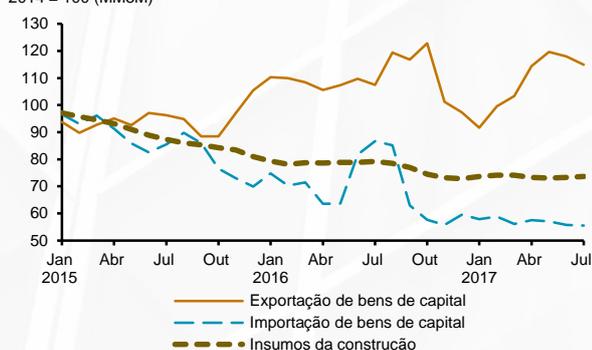


Gráfico 1.15 – Indicadores de FBCF^{1/}

2014 = 100 (MM3M)



Indicadores coincidentes sinalizam continuidade da tendência de recuperação das vendas no varejo nos primeiros meses do terceiro trimestre de 2017, embora em ritmo menos acentuado que nos meses anteriores.

Nesse sentido, as vendas de automóveis e comerciais leves, considerados dados dessazonalizados da Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), cresceram 4,2% no trimestre encerrado em agosto, em relação ao terminado em maio, quando haviam aumentado 7,4%, no mesmo tipo de análise. No mesmo sentido, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa, variou 1,0% e 1,4%, respectivamente, nos trimestres mencionados.

A expectativa de elevação mais moderada do consumo no terceiro trimestre é consistente com a trajetória oscilante dos indicadores de confiança de consumidor. Nesse contexto, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da FGV, recuou 2,6% no trimestre finalizado em agosto em relação ao encerrado em maio, considerados dados dessazonalizados, resultado de reduções de 1,1% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 3,3% no Índice de Expectativas (IE). O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), diminuiu 0,9% no trimestre finalizado em agosto, em relação ao mesmo período do ano anterior. Houve recuos em todos os componentes do indicador, exceto naqueles que avaliam a situação financeira e de endividamento, sugerindo melhor adequação das dívidas das famílias.

Os investimentos diminuíram 6,5% no segundo trimestre de 2017, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Considerados dados dessazonalizados, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 0,7% em relação ao primeiro trimestre do ano, acumulando queda de 29,7% desde o terceiro trimestre de 2013.

A evolução da FBCF na comparação interanual está associada, em parte, à retração na absorção de bens de capital, cujos componentes registraram trajetórias divergentes. Nesse sentido, embora a

produção de bens de capital apresentasse expansão disseminada entre as principais categorias desses bens, observou-se recuo nas importações de bens de capital e aumento das respectivas exportações, com efeito negativo sobre o investimento doméstico. A produção dos insumos de construção civil voltou a recuar no trimestre.

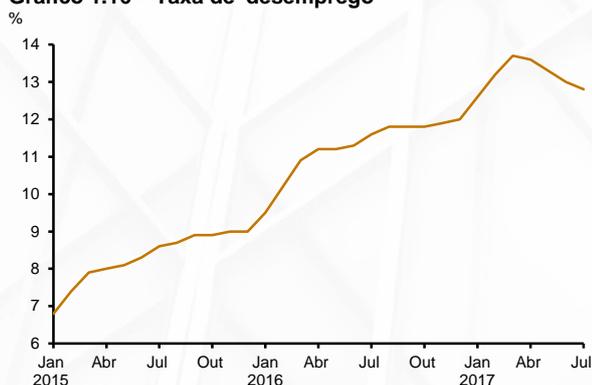
Conforme mencionado em edições anteriores do Relatório de Inflação, a recuperação efetiva do investimento está condicionada, em parte, pela evolução favorável do nível de alavancagem e do comprometimento de renda das empresas não financeiras. Esses fatores devem ser favorecidos, nos próximos trimestres, pelo ciclo de redução das taxas de juros. Adicionalmente, a recuperação ora observada nos gastos de consumo deve contribuir para aumentar a demanda por bens de investimento.

No entanto, ressalve-se que a ociosidade registrada na indústria de transformação dificulta a reação mais vigorosa do investimento. De fato, a economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, evidenciado no reduzido nível de utilização da capacidade no setor fabril e no elevado patamar da taxa de desemprego.

Nesse contexto, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação registrou média de 74,3% no trimestre finalizado em agosto, ante 74,6% no encerrado em maio, considerados dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Houve recuos no Nuci das indústrias de bens capital (1,8 p.p.), de bens de consumo não-duráveis (1,2 p.p.) e de bens intermediários (0,5 p.p.), e crescimento de 0,4 p.p. no referente à indústria de bens de consumo duráveis.

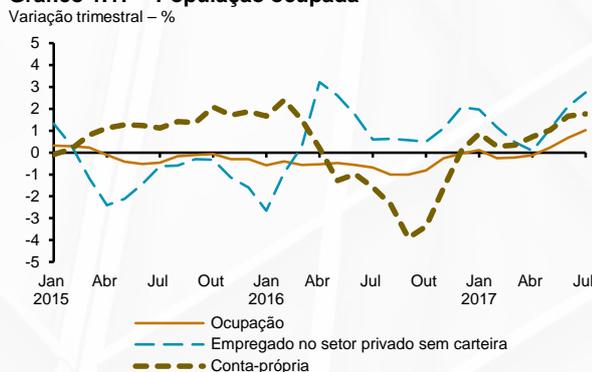
A taxa de desemprego, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE, atingiu 12,8% no trimestre encerrado em julho, ante 13,6% no terminado em abril e 11,6% em igual intervalo de 2016. A retração na margem repercute a recuperação da população ocupada, principalmente entre empregados sem carteira e trabalhadores por conta própria, categorias associadas aos segmentos mais informais de trabalho.

Gráfico 1.16 – Taxa de desemprego



Fonte: IBGE (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua)

Gráfico 1.17 – População ocupada^{1/}



Fonte: IBGE (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua)
1/ Dados dessazonalizados.

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2016		2017	
	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}
Total	-258,4	-644,3	80,0	71,0
Indústria de transformação	-65,6	-149,1	6,1	37,8
Comércio	-72,0	-269,7	-3,8	-113,7
Serviços	-119,8	-174,7	2,4	51,1
Construção civil	-84,6	-144,6	-12,3	-36,7
Agropecuária	86,0	87,0	89,9	118,0
Serviços ind. de util. pública	-1,8	-4,5	-2,2	-0,4
Outros ^{1/}	-0,7	11,4	-0,3	14,8

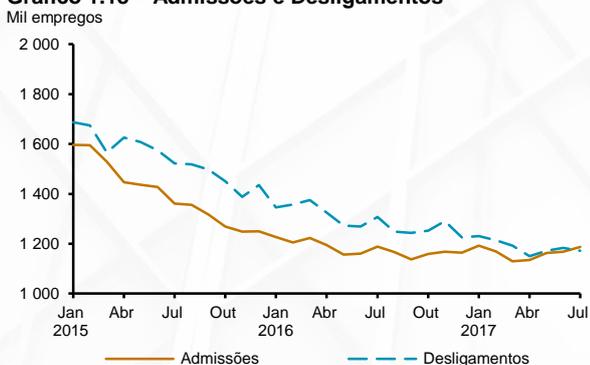
Fonte: Ministério do Trabalho.

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Trimestre encerrado em julho.

3/ Acumulado no ano até julho.

Gráfico 1.18 – Admissões e Desligamentos^{1/}

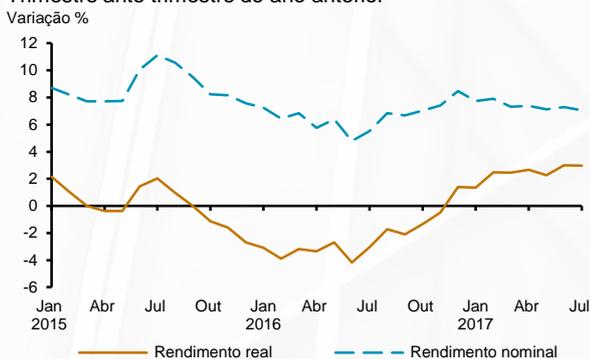


Fonte: Caged (Ministério do Trabalho)

1/ Série com ajuste sazonal.

Gráfico 1.19 – Rendimento real e nominal

Trimestre ante trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua)

Ressalte-se que, conforme boxe divulgado neste Relatório^{6/}, a análise do padrão histórico da produtividade do trabalho sugere que a População Ocupada (PO) apresente crescimento menor que o do PIB no ciclo de recuperação da atividade econômica. Os desenvolvimentos recentes no mercado de trabalho, entretanto, sugerem dinamismo maior nas ocupações associadas à economia informal e de pequena escala, tornando mais incerta a velocidade de recuperação da população ocupada bem como a evolução de sua composição.

O início da recuperação gradual da economia tem se traduzido, também, em melhora no mercado formal de trabalho, destacando-se que a evolução positiva no saldo líquido das contratações mostra-se associada, na margem, ao aumento nas admissões em conjunto com estabilidade nos desligamentos. Nesse contexto, de acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho (MTb), houve criação de 80,0 mil postos formais de trabalho no trimestre finalizado em julho (corte de 258,4 mil em igual período de 2016), destacando-se os gerados na agropecuária (89,9 mil), em linha com a sazonalidade do setor. Cabe ressaltar, adicionalmente, a ocorrência de contratação líquida em segmentos industriais e de serviços, resultado que sugere início de processo de disseminação de criação de vagas. Em sentido contrário, a construção civil eliminou 12,3 mil empregos com carteira, no trimestre.

O processo desinflacionário em curso tem proporcionado a preservação do rendimento médio real dos ocupados, notadamente no segmento formal. O rendimento médio real habitual de todos os trabalhos aumentou 3,0% no trimestre encerrado em julho, em relação a igual período de 2016, de acordo com dados da PNAD Contínua. Na mesma comparação, o rendimento médio real habitual do trabalho principal elevou-se 3,6% para os empregados do setor privado com carteira, 1,1% para os domésticos e 0,3% para os empregados no setor público, enquanto recuou 0,5% para os trabalhadores por conta própria e 3,5% para os sem carteira.

6/ Evolução recente da produtividade do trabalho, página 33.

Crédito

Gráfico 1.20 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

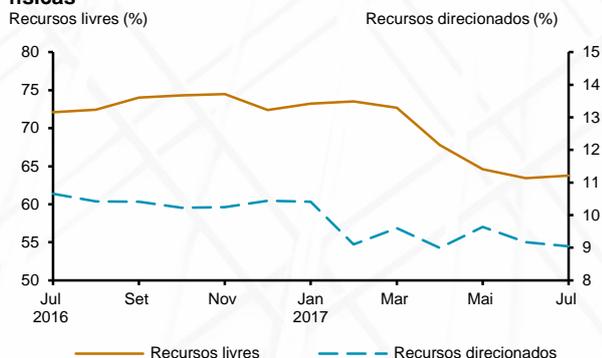
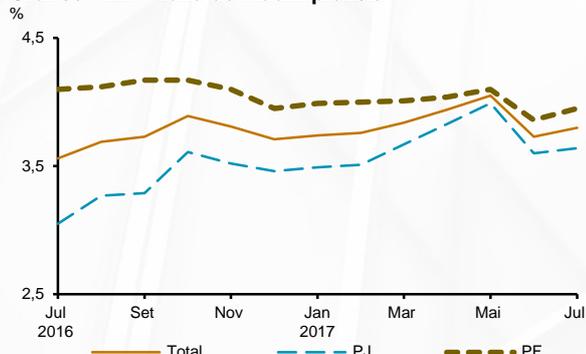


Gráfico 1.21 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas



Gráfico 1.22 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

Tabela 1.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado em 12 meses

Segmento	2015		2016		Jul 2017	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	116,7	1,9	159,5	2,5	182,4	2,8
Governos regionais	-9,7	-0,2	-4,7	-0,1	-10,0	-0,2
Empresas estatais	4,3	0,1	1,0	0,0	-1,8	-0,0
Total	111,2	1,9	155,8	2,5	170,5	2,7

O saldo das operações de crédito do sistema financeiro diminuiu 0,3% no trimestre encerrado em julho, resultado de retração de 2,0% na carteira de pessoas jurídicas e de aumento de 1,3% na de pessoas físicas, com destaque para a evolução das modalidades crédito consignado, cartão de crédito e crédito rural. Nesse contexto, o volume total de crédito atingiu 47,8% do PIB em julho, ante 50,7% do PIB em igual mês de 2016.

As concessões registraram, no trimestre encerrado em julho, maior dinamismo no segmento de pessoas físicas, com crescimento consistente nas operações com recursos livres e recuperação gradual nas realizadas com recursos direcionados, considerados dados dessazonalizados. No segmento de pessoas jurídicas ocorreu elevação marginal no nível das concessões com recursos livres e deterioração nas efetuadas com recursos direcionados. Essas trajetórias repercutem o maior dinamismo observado no âmbito das pessoas físicas, em cenário de aumento da renda real, e a retomada ainda modesta da atividade, em ambiente de ociosidade significativa dos fatores de produção.

A taxa de juros das operações de crédito recuou 1,0 p.p., para 29,0% a.a., no trimestre encerrado em julho, evolução compatível com o ciclo da política monetária. O segmento de pessoas físicas, com maior dinamismo nas concessões recentes, registrou recuo de 2,0 p.p. na taxa de juros, com destaque para as reduções nas modalidades cartão de crédito (16,5 p.p.) e cheque especial (6,9 p.p.). No segmento de pessoas jurídicas, os impactos do ciclo ainda mostram-se modestos, tendo a taxa média de juros recuado apenas 0,1 p.p. no período.

A taxa de inadimplência, consideradas operações com atrasos superiores a noventa dias, manteve-se estável em 3,8% no trimestre encerrado em julho, situando-se em 3,6% no segmento de pessoas jurídicas e em 3,9% no de pessoas físicas.

Fiscal

O setor público consolidado registrou *deficit* primário de R\$51,3 bilhões nos sete primeiros meses de 2017 (R\$36,6 bilhões no mesmo período de 2016) e de R\$170,5 bilhões (2,7% do PIB) no

intervalo de doze meses até julho. A Lei de Diretrizes Orçamentárias estabeleceu como meta para o resultado fiscal de 2017 *deficit* primário de R\$143,1 bilhões. A Lei nº 13.480/2017, contudo, alterou as metas para o setor público consolidado em 2017 e 2018 para *deficit* de R\$159,0 bilhões, em ambos os anos, com indicação de recuperação gradual do equilíbrio das contas públicas nos anos seguintes.

A consolidação fiscal está condicionada ao avanço do processo de reformas e de outros ajustes necessários, que serão fundamentais para reversão da trajetória ascendente da dívida pública e redução da taxa de juros estrutural.

Demanda externa e Balanço de Pagamentos

As transações externas do país continuaram evoluindo favoravelmente no trimestre encerrado em julho. Nesse contexto, conforme o Boxe Projeções para o Balanço de Pagamentos de 2017, apresentado neste Relatório, as transações externas deverão exercer contribuição positiva de 0,3% para o crescimento do PIB no ano.

No decorrer do ano, até julho, as transações correntes registraram *deficit* de US\$2,7 bilhões (0,23% do PIB), ressaltando-se que esse patamar, historicamente reduzido, repercutiu, em especial, o *superavit* de US\$41 bilhões registrado pela balança comercial no período. Houve expansões de 7,3% nas importações, com destaque para as compras de bens intermediários e combustíveis, e de 19,0% nas exportações – com ênfase nos aumentos nas vendas de produtos básicos, notadamente soja, petróleo e minério de ferro, em linha com o cenário externo favorável e a safra agrícola recorde, e de alguns bens manufaturados, como veículos para a Argentina.

Relativamente à conta financeira, as captações líquidas superaram as concessões líquidas em US\$0,7 bilhão nos sete primeiros meses de 2017, a despeito da redução observada nos ingressos líquidos de capital. Os ingressos líquidos de investimento direto no país totalizaram US\$40,4 bilhões e as saídas líquidas em passivos de investimento em carteira, US\$402 milhões, influenciadas pela conta de títulos de renda fixa

Tabela 1.5 – Balanço de Pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2016			2017		
	Jul	Jan- jul	Ano	Jul	Jan- jul	
Transações correntes	-4,0	-12,4	-23,5	-3,4	-2,7	
Balança comercial	4,3	26,7	45,0	6,1	41,0	
Exportações	16,2	106,1	184,5	18,7	126,2	
Importações	11,9	79,4	139,4	12,7	85,2	
Serviços	-2,3	-17,1	-30,4	-3,0	-18,6	
Renda primária	-6,2	-23,7	-41,1	-6,6	-26,3	
Renda secundária	0,2	1,7	3,0	0,1	1,2	
Conta financeira	-3,9	-7,6	-16,4	-3,0	-0,7	
Investimentos diretos	-0,0	-27,4	-70,4	-3,6	-38,9	
No exterior	0,2	6,6	7,8	0,5	1,4	
No país	0,2	34,0	78,2	4,1	40,4	
Investimentos em carteira	-3,0	5,0	19,2	-2,3	5,3	
Derivativos	0,2	-1,3	-1,0	-0,2	-0,5	
Outros investimentos	-5,9	9,3	26,5	1,3	22,8	
Ativos de reserva	4,8	6,8	9,2	1,7	10,5	
Memo:						
Transações correntes / PIB		-1,2	-1,3		-0,2	

negociados no mercado doméstico, que tem se mantido próxima do equilíbrio.

As condições de acesso das empresas residentes no Brasil a recursos ofertados no mercado internacional melhoraram no período analisado. A taxa de rolagem total, considerando operações de longo prazo para títulos e empréstimos diretos no mercado internacional, atingiu 93% (50% nos sete primeiros meses de 2016), refletindo, em parte, melhores condições de financiamento.

O estoque de dívida externa recua desde o terceiro trimestre de 2016, principalmente nas operações de curto prazo, contribuindo para que a relação entre o estoque de reservas internacionais e os vencimentos de dívida externa em horizonte de doze meses atingisse 421% em julho, ante 303% em setembro de 2016. O estoque de reservas internacionais no conceito liquidez correspondeu a 19,7% do PIB em julho, o equivalente a 31 meses de importações de bens.

Gráfico 1.23 – Preços ao produtor – IPA-DI

Variação % em 3 meses

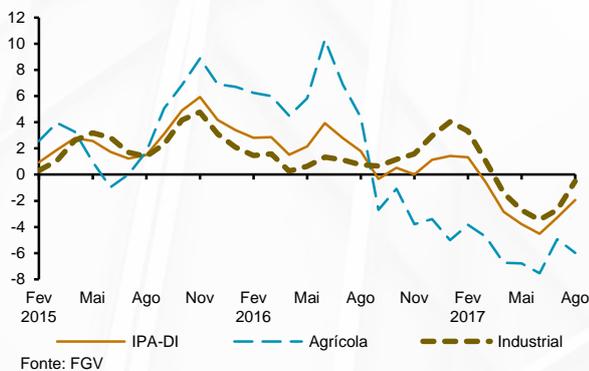
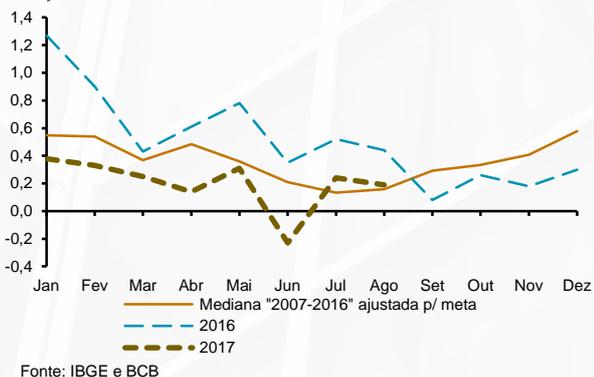


Gráfico 1.24 – IPCA – Padrão sazonal

Variação % mensal



1.3 Inflação e expectativas de mercado

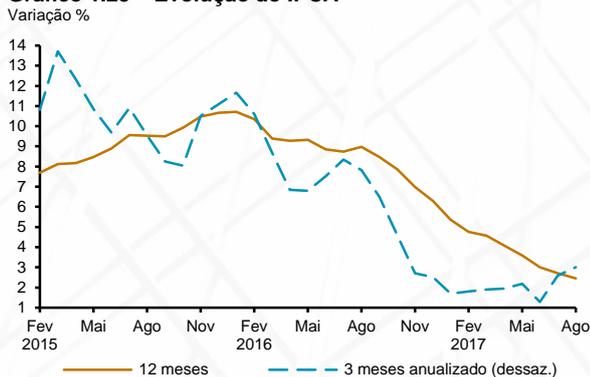
A despeito de pressões pontuais de alguns preços administrados, a inflação ao consumidor situou-se em patamar reduzido no trimestre e no intervalo de doze meses encerrados em agosto. Além de recuos acentuados dos preços de alimentos, a inflação do trimestre caracterizou-se pelos reduzidos patamares das diversas medidas de inflação subjacente, inclusive dos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

Nesse contexto, as projeções apuradas pela pesquisa Focus para a variação do IPCA em 2017 e 2018 recuaram para 3,08% e 4,12%, respectivamente, e mantiveram-se em 4,25% para 2019 e em 4,00% para horizontes mais distantes.

Índices de preços

Os índices de preços ao produtor seguiram em trajetória decrescente no trimestre encerrado em agosto, o que tende a contribuir para a continuidade do comportamento favorável da inflação ao

Gráfico 1.25 – Evolução do IPCA



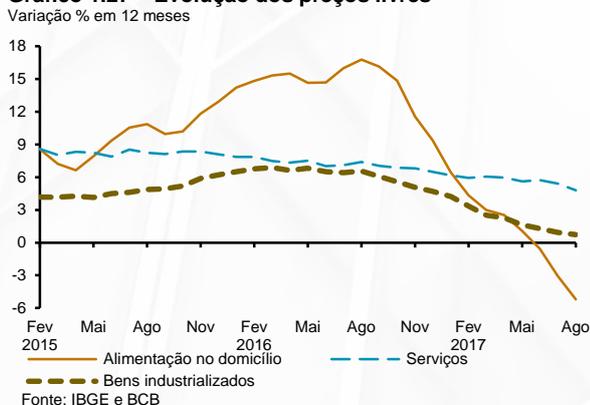
Fonte: IBGE e BCB

Gráfico 1.26 – Evolução dos preços livres



Fonte: IBGE e BCB

Gráfico 1.27 – Evolução dos preços livres



Fonte: IBGE e BCB

Gráfico 1.28 – Inflação de serviços



Fonte: IBGE e BCB

consumidor no curto prazo. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) recuou 1,94% no período, devido, em grande parte, a quedas nos preços dos produtos agropecuários (5,99%), incluindo itens relevantes para a dinâmica do IPCA, como derivados da pecuária, feijão, batata-inglesa, mandioca e tomate. A retração dos produtos industriais atingiu 0,52%, com destaque para os recuos nos preços de alimentos industrializados e de derivados do petróleo, parcialmente compensados por altas nos preços de celulose e minério de ferro.

O IPCA variou 0,20% no trimestre encerrado em agosto. A evolução benigna do indicador no trimestre repercutiu variações de -0,44% nos preços livres, com ênfase na redução dos preços de alimentos, e de 2,18% nos preços monitorados. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 3,60%, em maio, para 2,46%, em agosto, menor nível desde fevereiro de 1999.

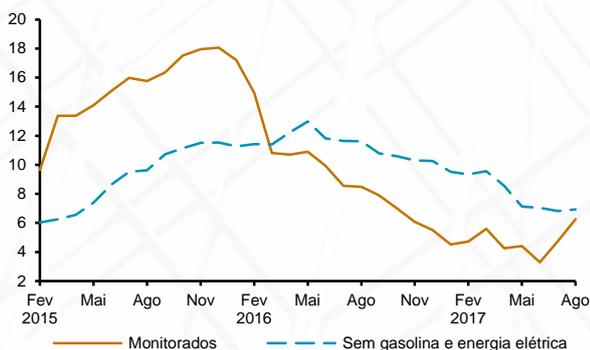
Os preços do subgrupo alimentação no domicílio completaram quatro trimestres com variações sensivelmente abaixo do padrão sazonal (-3,54% de junho a agosto), ainda refletindo condições favoráveis de oferta, além dos efeitos do ciclo econômico sobre a demanda. A evolução benigna ocorreu de forma disseminada nos componentes do subgrupo, destacando-se as registradas nos itens tomate, leite longa vida e batata-inglesa. Acumulada em doze meses, a inflação de alimentos passou de 1,08%, em maio, para -5,20%, em agosto. Para efeitos de comparação, a inflação do grupo de alimentos no domicílio atingiu 9,36% no ano passado. A diferença entre a inflação no ano passado e a deflação acumulada representa mais de dois pontos percentuais de contribuição para a queda da inflação do IPCA.

A inflação de serviços atingiu 0,77% no trimestre encerrado em agosto. A desaceleração registrada na margem foi favorecida pela evolução benigna dos preços de aluguel residencial e pela dissipação dos efeitos de reajustes de cursos regulares e de telefonia celular ocorridos no trimestre terminado em maio. A inflação subjacente do setor de serviços⁷ elevou-se no trimestre, sensibilizada por elevações nos preços de alimentação fora do domicílio e condomínio. Em doze meses, no entanto, houve desaceleração tanto da inflação geral do setor (de 5,62% em maio para 4,81% em agosto) quanto da

7/ Para mais detalhes, ver box “Inflação no setor de serviços”, no Relatório de Inflação de setembro de 2016.

Gráfico 1.29 – Preços monitorados

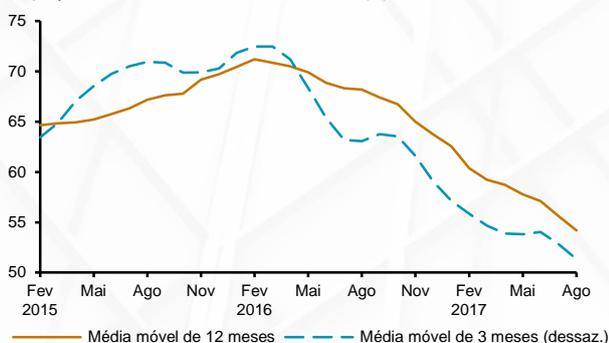
Variação % em 12 meses



Fonte: IBGE e BCB

Gráfico 1.30 – Índice de difusão do IPCA

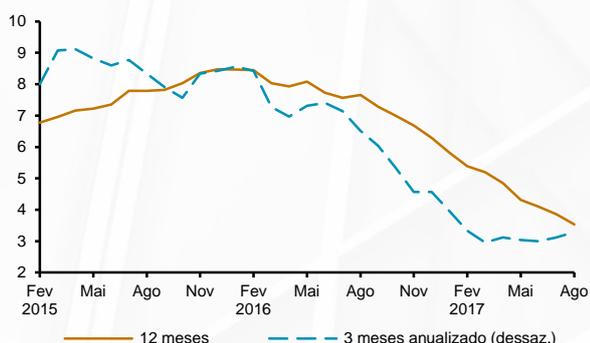
Proporção do número de subitens com aumentos (%)



Fonte: IBGE e BCB

Gráfico 1.31 – Núcleos de inflação

Média das cinco medidas de núcleo calculadas pelo BCB - %



Fonte: IBGE e BCB

medida de inflação subjacente (de 4,62% para 4,27%), ambas em trajetória compatível com a meta de inflação.

Mesmo diante da aceleração nos preços do etanol, provocada pela elevação da alíquota do Programa de Integração Social (PIS)/ Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) sobre combustíveis, o segmento de bens industriais registrou variação de preços próxima de zero no trimestre encerrado em agosto, refletindo a evolução benigna dos preços de higiene pessoal, automóvel usado e vestuário. A inflação no segmento, em doze meses, manteve-se em trajetória declinante, passando de 1,62%, em maio, para 0,73%, em agosto.

Os preços monitorados aceleraram no trimestre, evolução associada, em especial, ao impacto do aumento das alíquotas de PIS/Cofins sobre combustíveis. Ressalte-se que a desaceleração das tarifas de energia elétrica, que permaneceram com contribuição positiva e têm apresentado elevada volatilidade⁸, contribuiu para reduzir o efeito do aumento nos preços dos combustíveis. A inflação em doze meses dos preços monitorados acelerou de 4,41%, em maio, para 6,26%, em agosto (com a exclusão dos itens gasolina e tarifas de energia elétrica, o indicador registra desaceleração de 7,13% para 6,92%, na mesma base de comparação).

Índice de difusão e núcleos

O índice de difusão, que mensura a proporção dos componentes do IPCA com variação de preços positiva, registrou média de 45,13% no trimestre encerrado em agosto (56,03% no finalizado em maio e 59,43% em igual período do ano anterior), atingindo o menor patamar para o período desde agosto de 1998. A evolução do índice de difusão indica continuidade da disseminação do processo de desinflação entre os componentes do IPCA.

As medidas de núcleo de inflação, que refletem com menor intensidade fatores de caráter temporário, seguiram em desaceleração quando avaliadas em doze meses, situando-se abaixo da meta estabelecida para a inflação. Descontados os fatores sazonais, no entanto, a maioria das medidas de núcleo mostrou relativa estabilidade no

8/ Houve mudança de bandeira vermelha para a verde em junho, verde para amarela em julho e amarela para vermelha em agosto.

Tabela 1.6 – Resumo das expectativas de mercado

	31.3.2017		30.6.2017		15.9.2017	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Em percentual						
IPCA	4,10	4,50	3,46	4,25	3,08	4,12
IGP-M	4,36	4,60	0,58	4,50	-0,85	4,41
IPA-DI	4,35	5,00	-0,95	5,00	-3,62	4,78
Preços administrados	5,50	4,60	5,10	4,70	6,43	4,70
Selic (fim de período)	8,75	8,50	8,50	8,25	7,00	7,00
Selic (média do período)	10,38	8,75	10,22	8,25	9,84	7,00
PIB	0,47	2,50	0,39	2,00	0,60	2,20
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,25	3,40	3,35	3,40	3,20	3,30
Câmbio (média do período)	3,18	3,35	3,26	3,40	3,17	3,26

(continua)

**Tabela 1.6 – Resumo das expectativas de mercado
(continuação)**

	31.3.2017		30.6.2017		15.9.2017	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Em percentual						
IPCA	4,28	4,25	4,25	4,00	4,25	4,00
IGP-M	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
IPA-DI	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Preços administrados	4,50	4,50	4,50	4,25	4,25	4,00
Selic (fim de período)	8,75	8,50	8,50	8,25	8,00	8,00
Selic (média do período)	8,75	8,65	8,50	8,33	8,00	8,00
PIB	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,50	3,50	3,49	3,55	3,40	3,45
Câmbio (média do período)	3,41	3,49	3,45	3,50	3,35	3,42

trimestre encerrado em agosto, movimento que se delineou desde março deste ano, indicando que o processo de desinflação das taxas em doze meses, ainda que disseminado, pode estar próximo da inflexão.

Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2017 diminuiu de 3,46%, em 30 de junho, para 3,08%, em 15 de setembro. A mediana das projeções para 2018 recuou de 4,25% para 4,12%, no mesmo período. A mediana das projeções para 2019 e 2020 manteve-se em 4,25% e 4,00%, respectivamente. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – passou de 4,46% para 4,07%, no mesmo período.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2017 e em 2018 atingiram, na ordem, 6,43% e 4,70% em 15 de setembro (5,10% e 4,70%, respectivamente, em 30 de junho). A projeção para 2019 diminuiu de 4,50% para 4,25% e a referente a 2020, de 4,25% para 4,00%, no período considerado.

As medianas da taxa de câmbio projetadas pelo mercado para os finais de 2017 e de 2018 atingiram, na ordem, R\$3,20/US\$ e R\$3,30/US\$, em 15 de setembro (R\$3,35/US\$ e R\$3,40/US\$, respectivamente, em 30 de junho). A mediana relativa a 2019 recuou de R\$3,49/US\$ para R\$3,40/US\$ e a referente a 2020 passou de R\$3,55/US\$ para R\$3,45/US\$.

Projeções para a evolução do PIB em 2017 e 2018

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %	
	2016	2017
	IV Tri	IV Tri ^{1/}
Agropecuária	-6,6	12,1
Indústria	-3,8	-0,6
Extrativa mineral	-2,9	4,2
Transformação	-5,2	0,6
Construção civil	-5,2	-5,2
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	4,7	1,6
Serviços	-2,7	0,1
Comércio	-6,3	0,8
Transporte, armazenagem e correio	-7,1	1,1
Serviços de informação	-3,0	-0,8
Interm. financeira e serviços relacionados	-2,8	-1,6
Outros serviços	-3,1	0,7
Atividades imobiliárias e aluguel	0,2	0,7
Administração, saúde e educação públicas	-0,1	-0,6
Valor adicionado a preços básicos	-3,1	0,6
Impostos sobre produtos	-6,4	1,0
PIB a preços de mercado	-3,6	0,7
Consumo das famílias	-4,2	0,4
Consumo do governo	-0,6	-1,8
Formação Bruta de Capital Fixo	-10,2	-3,2
Exportação	1,9	3,9
Importação	-10,3	1,9

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2017, incorporando os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o segundo trimestre do ano e estatísticas disponíveis para o trimestre em curso, foi revisada de 0,5% para 0,7% (Tabela 1).

A revisão positiva reflete, principalmente, o desempenho do PIB no segundo trimestre, superior à mediana das expectativas do mercado. Nesse sentido, ressaltou-se que resultados setoriais de indicadores de maior frequência, recentemente divulgados, têm mostrado surpresas positivas, ensejando perspectivas favoráveis para o crescimento da atividade.

Na revisão ora apresentada, a projeção do crescimento anual da agropecuária passou de 9,6% para 12,1%, aumento compatível com os últimos resultados do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE. Destaquem-se as safras de soja, arroz e milho, que devem crescer 19,6%, 16,2% e 54,7%, respectivamente, no ano.

A projeção para a evolução da atividade industrial no ano passou de crescimento de 0,3% para recuo de 0,6%, refletindo, principalmente, o menor desempenho na construção civil, de -2,1% para -5,2% e em distribuição de eletricidade, água e gás, de 2,3% para 1,6%. A estimativa para o crescimento do produto da indústria de transformação (0,6%) manteve-se inalterada em relação ao último Relatório.

O setor de serviços deve apresentar desempenho ligeiramente melhor do que o previsto anteriormente (expansão de 0,1%, comparativamente a redução de 0,1%). Ressaltam-se as revisões nas estimativas de crescimento para as atividades do comércio, +1,2 p.p. e de transporte, armazenagem e correio, +0,9 p.p., refletindo, principalmente, os resultados favoráveis desses segmentos no segundo trimestre, influenciados pela expansão do consumo e pelo melhor dinamismo da produção fabril.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, ressalte-se o aumento na estimativa da variação anual do Consumo das famílias, de 0,0% para 0,4%, em função da expressiva desinflação e seu impacto na renda, além de melhora de indicadores no mercado de trabalho – particularmente do rendimento real e, mais recentemente, da ocupação – e de crédito para pessoas físicas. Houve também o efeito temporário positivo dos saques das contas inativas do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), concentrado no 2º trimestre. Destaque-se, adicionalmente, a revisão negativa na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), de -0,6% para -3,2%, refletindo, sobretudo, o fraco desempenho do setor de construção civil e a expressiva queda nas importações de bens de capital.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, o crescimento anual das exportações foi revisado em +0,6 p.p., para 3,9%, e a variação das importações foi revisada para 1,9%, ante 3,8% na projeção anterior, em linha com a maior retração esperada da Formação bruta de capital fixo.

As contribuições da demanda interna e do setor externo para a expansão do PIB em 2017 são estimadas em 0,4p.p. e 0,3 p.p., respectivamente.

Projeção do PIB para 2018

A projeção para o crescimento do PIB em 2018 situa-se em 2,2% (Tabela 2). Pelo lado da oferta, as atividades da agropecuária, da indústria e de serviços devem registrar avanços de 1,5%, 2,6% e 1,9%, na ordem. Ressalte-se que a projeção do setor secundário reflete, principalmente, o desempenho favorável esperado para a atividade da indústria de transformação.

No âmbito dos componentes da demanda interna, destaque-se o crescimento estimado para o Consumo das famílias, 2,5%, e da Formação bruta de capital fixo, 3,0%. Estima-se que Consumo do governo registre expansão de 1,0% enquanto as Exportações e Importações de bens e serviços devem crescer 4,0 % e 6,0%, respectivamente. As contribuições das demandas interna e externa estão estimadas em 2,4 p.p. e -0,2 p.p., respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2016	2017 ^{1/}	2018 ^{1/}
Agropecuária	-6,6	12,1	1,5
Indústria	-3,8	-0,6	2,6
Serviços	-2,7	0,1	1,9
Valor adicionado a preços básicos	-3,1	0,6	2,0
Impostos sobre produtos	-6,4	1,0	3,0
PIB a preços de mercado	-3,6	0,7	2,2
Consumo das famílias	-4,2	0,4	2,5
Consumo do governo	-0,6	-1,8	1,0
Formação Bruta de Capital Fixo	-10,2	-3,2	3,0
Exportação	1,9	3,9	4,0
Importação	-10,3	1,9	6,0

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2017 e 2018

Este boxe apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2017, e as primeiras estimativas para 2018. O novo cenário de previsões considera a evolução econômica doméstica e internacional, bem como os dados mais recentes relativos ao estoque e ao serviço do endividamento externo do país.

Para 2017, saldos comerciais mais favoráveis do que o esperado, sustentado pelo comportamento dos preços de *commodities* e dos termos de troca, condicionou a revisão da estimativa do *deficit* anual em transações correntes, de US\$24 bilhões para US\$16 bilhões (0,8% do PIB).

Projeta-se *superavit* comercial de US\$61 bilhões para o ano, com expansão de 13,9% nas exportações e de 6,9% nas importações, que deverão situar-se, na ordem, em US\$210 bilhões e US\$149 bilhões, com variação positiva de US\$7 bilhões nas exportações e manutenção do valor importado, em relação à projeção anterior. A revisão da balança comercial de bens reflete, principalmente, o desempenho positivo, até julho, das receitas de vendas externas de petróleo, minério de ferro e do complexo soja, na ordem.

O *deficit* da conta de serviços está estimado em US\$33,1 bilhões (US\$34,0 bilhões no relatório anterior), correspondente ao crescimento de 8,8% em relação a 2016. A projeção para as despesas líquidas de aluguel de equipamentos recuou US\$1,5 bilhão, para US\$17,0 bilhões, em função da contração dos fluxos ocorrida nos primeiros sete meses do ano. Estima-se ampliação de US\$1,0 bilhão, para US\$13,5 bilhões, das despesas líquidas com viagens internacionais relativamente à projeção anterior, em linha com perspectivas melhores para a evolução da renda doméstica e com a recente apreciação da moeda doméstica.

Os pagamentos líquidos de juros foram projetados em US\$23,5 bilhões, representando aumento de US\$1,0 bilhão comparativamente à projeção anterior e ampliação do fluxo em relação ao observado em 2016 (US\$21,9 bilhões). A projeção para as remessas líquidas de lucros recuou

ligeiramente, de US\$24,5 bilhões para US\$23,0 bilhões, tendo em vista o comportamento dos fluxos recentes. A estimativa para os ingressos líquidos de rendas secundárias recuou para US\$2,4 bilhões, influenciada pela intensificação do fluxo de despesas brutas.

A projeção para os ingressos líquidos de Investimentos Diretos no País (IDP) foi mantida em US\$75 bilhões (3,6% do PIB), mais do que suficientes para o financiamento integral do *deficit* previsto para transações correntes. As aplicações líquidas em Investimentos Diretos no Exterior (IDE) foram reduzidas, de US\$5 bilhões para US\$3 bilhões, mantido o cenário de vendas de ativos no exterior por alguns grupos econômicos brasileiros com atuação relevante em mercados externos.

No âmbito dos investimentos em carteira passivos, os resultados dos sete meses iniciais de 2017 mostram ingressos líquidos moderados em ações e fundos de investimento, e a projeção para o ano foi elevada, de neutra para US\$3 bilhões. Os fluxos para títulos no país têm flutuado ao redor do equilíbrio, e a projeção foi mantida em zero, quadro diferente do ocorrido em 2016, quando as saídas líquidas nessa conta atingiram US\$26,7 bilhões. As taxas de rolagem, calculadas sobre operações de longo prazo em empréstimos e títulos negociados no mercado internacional, foram novamente elevadas, de 90% para 100%, em linha com os resultados recentes e os menores custos de captação, comparativamente a 2016.

Para 2017, já retornaram US\$7,2 bilhões para o Banco Central, no âmbito de operações de linha com recompra, zerando esse estoque ao final de julho. Para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado é previsto em *superavit* de US\$10,0 bilhões (US\$15,9 bilhões, na projeção anterior). Nesse cenário, os bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro deverão, portanto, elevar em US\$2,8 bilhões o saldo de seus depósitos mantidos no exterior.

Para 2018, é prevista elevação moderada do *deficit* em conta corrente (de 0,8% para 1,4% do PIB), em linha com o crescimento da atividade doméstica. Observe-se que o aumento anual do *deficit* não representa dificuldades para o seu financiamento, haja vista as perspectivas favoráveis para ingressos de IDP e a projeção positiva para hiato financeiro.

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões				
	2016		2017		2018
	Jan- jul	Ano	Jan- jul	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-12,4	-23,5	-2,7	-16,0	-30,0
Balança comercial	26,7	45,0	41,0	61,0	51,0
Exportações	106,1	184,5	126,2	210,0	218,0
Importações	79,4	139,4	85,2	149,0	167,0
Serviços	-17,1	-30,4	-18,6	-33,1	-37,7
Viagens	-4,3	-8,5	-7,2	-13,5	-17,3
Demais	-12,8	-22,0	-11,4	-19,6	-20,4
Renda primária	-23,7	-41,1	-26,3	-46,3	-45,8
Juros	-14,4	-21,9	-15,6	-23,5	-20,5
Lucros e dividendos	-9,5	-19,4	-10,8	-23,0	-25,5
Salários	0,2	0,3	0,1	0,2	0,3
Renda secundária	1,7	3,0	1,2	2,4	2,5
Conta capital	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4
Conta financeira	-7,6	-16,4	-0,7	-15,6	-29,6
Investim. ativos ^{2/}	29,1	40,7	23,5	58,8	72,7
Inv. direto no ext.	6,6	7,8	1,4	3,0	3,0
Ativos de bancos	1,5	-1,7	-4,1	2,8	20,7
Demais ativos	21,0	34,5	26,1	53,0	49,0
Investim. passivos	42,3	65,3	34,3	85,3	106,3
IDP	34,0	78,2	40,4	75,0	80,0
Ações totais ^{3/}	8,9	10,6	1,1	3,0	5,0
Títulos no país	-11,7	-26,7	-0,1	-	-
Emprést. e tít. LP	-16,8	-20,5	-7,4	-6,0	-2,0
Títulos públicos	1,9	1,8	-1,9	-1,9	-
Títulos privados	-4,8	-5,5	0,7	0,0	-
Empréstimos dir.	-12,9	-13,4	-2,5	-	-
Demais ^{4/}	-1,0	-3,4	-3,8	-4,1	-2,0
Emprést. e tít. CP	13,9	4,4	-10,3	-10,0	-
Demais passivos ^{5/}	13,9	19,4	10,6	23,2	23,3
Derivativos	-1,3	-1,0	-0,5	-	-
Ativos de reserva	6,8	9,2	10,5	10,9	4,0
Erros e omissões	4,7	6,9	1,8	-	-
Memo:					
Transações corr./PIB (%)	-1,2	-1,3	-0,2	-0,8	-1,4
IDP / PIB (%)	3,3	4,3	3,4	3,6	3,8

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.

O *superavit* comercial em 2018 é estimado em US\$51 bilhões, considerando-se crescimento anual mais intenso do valor importado, 12,1%, *vis-à-vis* o valor exportado, 3,8%. Exportações e importações deverão situar-se em US\$218 bilhões e US\$167 bilhões, respectivamente, implicando elevação anual de 7,2% da corrente de comércio.

No cenário previsto, as despesas líquidas de serviços deverão manter a trajetória de expansão, atingindo US\$37,7 bilhões (incremento de 14,0% relativamente ao previsto para 2017). Destaque-se a expansão dos gastos líquidos em viagens, de US\$13,5 bilhões previstos em 2017, para US\$17,3 bilhões esperados em 2018, considerando que os gastos de viajantes no exterior são sensíveis à evolução da renda doméstica. Prevê-se relativa estabilidade na conta de rendimento primário, com despesas líquidas de US\$45,8 bilhões (US\$46,3 bilhões projetados para 2017) – há perspectiva de que os menores gastos com juros tendam a ser compensados pela aceleração das despesas com lucros.

A projeção para os ingressos líquidos de IDP, que permanecerá como a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos, é de US\$80 bilhões (US\$75 bilhões projetados para 2017). A projeção representa manutenção de patamar bastante superior ao *deficit* em conta corrente. Estima-se que os investimentos brasileiros no exterior permanecerão em US\$3 bilhões em 2018, nível historicamente baixo.

Os ingressos líquidos de investidores não residentes em instrumentos de portfólio no país deverão seguir trajetória de aumento gradual em ações e fundos de investimento, atingindo US\$5 bilhões em 2018 (US\$3 bilhões previstos para 2017), enquanto os investimentos em títulos no país deverão permanecer estáveis. As taxas de rolagem para empréstimos diretos e títulos de longo prazo, no mercado internacional, são previstas em 100%, mesmo valor esperado para 2017.

O cenário para 2018 é compatível com hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado superavitário em US\$20,7 bilhões (US\$10,0 bilhões, previstos para 2017). Na ausência de operações de linhas com recompra e demais intervenções no mercado de câmbio à vista, a totalidade do hiato financeiro significaria elevação do saldo de depósitos mantidos no exterior.

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2016*		2017*		2018
	Jan-jul	Ano	Jan-jul	Ano ^{2/}	Ano ^{2/}
Transações correntes	-12,4	-23,5	-2,7	-16,0	-30,0
Juros de títulos de renda fixa negociados no país – despesas	-5,6	-6,0	-5,8	-6,2	-5,5
Juros de remuneração de reservas – receitas	1,7	3,0	2,1	3,7	4,0
Lucros reinvestidos – receitas	0,6	1,3	0,9	3,0	3,0
Lucros reinvestidos – despesas	-5,7	-9,1	-2,7	-7,0	-8,0
Transações correntes – hiato financeiro	-3,5	-12,8	2,8	-9,5	-23,5
Conta financeira	-3,6	-16,1	8,5	-19,5	-44,2
Ativos	32,5	41,0	35,5	53,0	49,0
Investimento direto no exterior, exceto lucros reinvestidos	6,0	6,5	0,5	-	-
Investimento em carteira, exceto bancos	-0,4	-0,7	4,0	-	-
Outros investimentos, exceto bancos	26,9	35,3	31,0	53,0	49,0
Passivos	31,0	50,2	25,8	72,1	92,8
Investimento direto no país, exceto lucros reinvestidos	28,3	69,0	37,6	68,0	72,0
Investimento em carteira, exceto reinvestimento de juros no país	-11,0	-25,8	-6,2	-5,1	-0,5
Outros investimentos	13,7	7,0	-5,7	9,2	21,3
Demais	-5,1	-6,9	-1,2	-0,4	-0,4
Hiato financeiro ^{3/}	0,1	3,4	-5,6	10,0	20,7
Intervenções líquidas do Banco Central ^{4/}	4,1	5,1	7,2	7,2	-
Bancos – variação de ativos no exterior ^{5/}	-4,0	-1,7	-12,8	2,8	20,7

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.

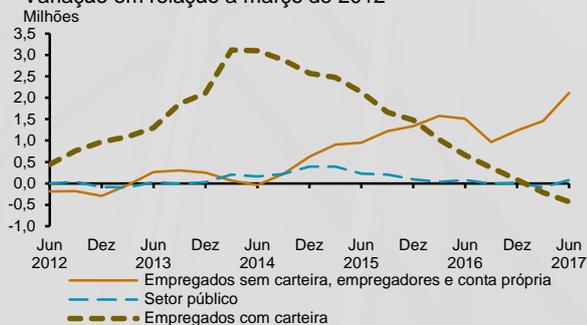
Evolução recente da produtividade do trabalho

O padrão histórico da produtividade do trabalho, medida pela razão entre valor agregado e População Ocupada (PO), sugere comportamento pró-cíclico¹, significando que o crescimento da PO tende a ser inferior/superior ao do PIB no ciclo de recuperação/retração da atividade econômica. Contrariando essa expectativa, a população ocupada, medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), expandiu-se significativamente no segundo trimestre de 2017, com manutenção da tendência no trimestre encerrado em julho². Essa expansão ocorreu, principalmente, em categorias mais associadas a relações informais de trabalho (empregados sem carteira assinada, trabalhadores por conta própria e empregadores), enquanto o total de empregados do setor privado com carteira assinada registrou contração, porém em ritmo menor do que vinha sendo observado.

A diferença de comportamento entre esses tipos de ocupação ocorre de forma significativa desde o segundo trimestre de 2014 (Gráfico 1)³. A consequente diminuição na participação de empregados com carteira sugere que a queda de produtividade do trabalho observada ao longo da crise econômica pode estar associada, em parte, a mudanças na composição dos ocupados. Nesse sentido, este box analisa o comportamento recente da produtividade⁴, a partir da sua decomposição em três efeitos associados à: 1) mudança de composição entre atividades; 2) mudança de composição entre setores institucionais (firmas/famílias) dentro de cada atividade; e 3) evolução da produtividade dentro de cada atividade/setor.

Gráfico 1 – População ocupada

Varição em relação a março de 2012



Fonte: PNADC/IBGE

Dessazonalização do Banco Central do Brasil

- 1/ Ver discussão apresentada no box “Considerações acerca da evolução da produtividade do trabalho e do nível de ocupação no Brasil” do Relatório de Inflação de março de 2017.
- 2/ Na série dessazonalizada pelo Banco Central, a população ocupada no 2º trimestre cresceu 0,7% ante o trimestre anterior. Na mesma comparação, o trimestre encerrado em julho apresenta crescimento de 1,0% em relação ao trimestre encerrado em abril.
- 3/ Do segundo trimestre de 2014 ao segundo trimestre de 2017, o emprego com carteira assinada no setor privado recuou 3,5 milhões de pessoas, enquanto o total de empregadores, empregados sem carteira, trabalhadores domésticos, por conta própria e familiares cresceu 1,7 milhão.
- 4/ No restante do box, o termo “produtividade” refere-se à produtividade do trabalho, definida aqui como a razão entre o valor agregado e a quantidade de pessoas ocupadas em cada atividade.

Esses efeitos existem desde que haja diferenças relevantes na produtividade dos diversos tipos de ocupação. Segundo informações das contas nacionais de 2014, a produtividade do trabalho na estrutura de produção das “firmas” (empresas, governo e instituições sem fins lucrativos) é 4,5 vezes maior do que na estrutura “familiar” (Tabela 1)⁵. Enquanto a produção das firmas está mais associada à ocupação com carteira assinada e ao emprego público, a produção das famílias envolve o trabalho autônomo, o serviço doméstico e o trabalho familiar. Empregados sem carteira e empregadores podem estar associados a firmas ou famílias, a depender do tamanho das empresas para qual trabalham⁶.

Tabela 1 – Renda do trabalho e valor adicionado bruto

	Agropecu	Extrativa	Transform.	Constr.	SIUP	Comércio	Transporte	S. Inform.	S. Financ.	Outros serviços	APU	Total ex aluguel
R\$												
Renda do trabalho (por ocupação)												
Firmas	8 328	94 054	33 664	27 883	40 296	20 269	32 007	52 162	85 792	21 410	49 578	30 445
Famílias	12 662	19 354	9 125	15 590	15 440	12 426	15 549	38 575	29 309	14 823	-	13 822
Razão firmas/famílias	0,7	4,9	3,7	1,8	2,6	1,6	2,1	1,4	2,9	1,4	-	2,2
VAB (por ocupação)												
Firmas	29 486	650 425	63 560	62 408	160 162	49 428	66 612	139 749	277 554	40 678	71 558	63 233
Famílias	12 705	19 354	9 126	15 616	15 440	12 427	15 553	38 582	29 309	15 064	-	13 919
Razão firmas/famílias	2,3	33,6	7,0	4,0	10,4	4,0	4,3	3,6	9,5	2,7	-	4,5

Fonte: IBGE, SCN 2014

No setor "Firmas" estão incluídos os setores institucionais Governo, Empresas Não-Financeiras, Empresas Financeiras e ISFLSF.

Renda do trabalho agrega salários e rendimento misto bruto.

Para realizar a decomposição da produtividade, as séries de população ocupada da PNAD Contínua devem ser desagregadas por atividade econômica e, dentro de cada atividade, entre famílias e firmas. O objetivo desta desagregação é obter séries consistentes com a abertura indicada na Tabela 1. A desagregação por atividade segue a Classificação Nacional das Atividades Econômicas (CNAE) domiciliar nas atividades das contas nacionais. Para a divisão da ocupação entre firmas e famílias utilizou-se a seguinte classificação:

Firmas, empregados do setor privado com carteira assinada e empregados do setor público, além dos empregadores e dos empregados sem carteira em empresas com mais de cinco empregados;

5/ A Tabela 1 também indica que divergência na remuneração do trabalho (salário e rendimento misto bruto) é menor do que a divergência na produtividade.

6/ Para uma descrição mais detalhada dos diversos setores institucionais, ver volume 24 da Série de Relatórios Metodológicos do IBGE, "Sistema de Contas Nacionais Brasil – Ano de Referência 2010", em especial os apêndices 4 e 11.

Famílias, trabalhadores domésticos, trabalhadores por conta própria e familiares, além dos empregadores e dos empregados sem carteira em empresas com até cinco empregados⁷.

A decomposição das variações de produtividade foi realizada a partir das equações 1 e 2:

$$\frac{\Delta\theta}{\theta} \approx \left(\sum_{i \in A} \frac{\theta_i}{\theta} \cdot \Delta f_i \right) + \left(\sum_{i \in A} f_i \cdot \frac{\theta_i}{\theta} \cdot \frac{\Delta\theta_i}{\theta_i} \right) \text{ eq. (1)}$$

$$\begin{aligned} \frac{\Delta\theta_i}{\theta_i} \approx & \left[\left(\frac{\theta_{i,fam}}{\theta_i} - \frac{\theta_{i,firm}}{\theta_i} \right) \cdot \Delta f_{i,fam} \right] \\ & + \left[f_{i,fam} \cdot \frac{\Delta\theta_{i,fam}}{\theta_i} + f_{i,firm} \right. \\ & \left. \cdot \frac{\Delta\theta_{i,firm}}{\theta_i} \right] \text{ eq. (2)} \end{aligned}$$

onde,

A = conjunto das 11 atividades econômicas das contas trimestrais⁸;

$\theta_{i,fam}$ e $\theta_{i,firm}$ = produtividade das famílias ou firmas na atividade "i";

θ_i = produtividade média da atividade "i";

θ = produtividade média de todas as atividades;

f_i = percentual da PO total alocada na atividade "i";

$f_{i,fam}$ e $f_{i,firm}$ = percentual da PO da atividade "i" alocada nas famílias ou firmas.

O primeiro termo na equação 1 está associado a mudanças de composição da PO entre atividades. O segundo termo na equação 1 está associado a variações de produtividade intra-atividade. Essa variação intra-atividade é decomposta, na equação 2, em um termo de composição entre famílias e firmas, e um segundo termo, associado a variações de produtividade nas famílias ou nas firmas⁹.

O resultado da decomposição evidencia que os três componentes contribuíram negativamente para a

7/ Como os microdados da PNAD Contínua ainda não disponibilizam as variáveis de tamanho das empresas, utilizou-se a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Anual 2014 para estimar a distribuição dessa variável dentro de cada classe CNAE e separadamente para empregadores e empregados sem carteira assinada. No caso específico da agropecuária, empregados sem carteira foram alocados nas firmas e trabalhadores por conta própria foram alocados nas famílias.

8/ Foi excluída apenas a atividade "Atividades imobiliárias e aluguel", que tem a maior parte do seu valor agregado associado à produção de aluguel imputado.

9/ As equações 1 e 2 são aproximadas, uma vez que ignoram os termos com variações cruzadas (produtividade x composição). Para variações pequenas e pouco correlacionadas, a aproximação afeta pouco a análise. A produtividade relativa das atividades (θ_i/θ) foi calculada em valores correntes a partir das séries de valor agregado das contas nacionais trimestrais e da PO da PNAD Contínua. A produtividade relativa de firmas e famílias dentro de cada atividade foi calculada pelos dados das Contas Nacionais (Tabela 1) e mantida constante para o período da análise. As variações de participação são obtidas das séries de PO e as variações de produtividade são obtidas das séries em volume das contas nacionais trimestrais em conjunto com as séries PO.

produtividade ao longo da crise (Gráfico 2), sugerindo, em média: 1) ocupação relativamente maior em atividades menos produtivas; 2) aumento relativo, dentro das atividades, da produção com estrutura familiar e 3) queda de produtividade dentro de cada atividade-setor. Adicionalmente, verifica-se que o efeito composição intra-atividade foi mais acentuado do que o efeito composição inter-atividade.

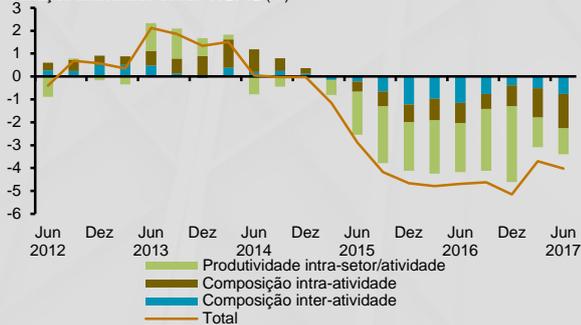
A construção civil constitui em exemplo ilustrativo do efeito de composição intra-atividade. De 2013 até o 1º semestre de 2017, a participação dos ocupados em estruturas familiares na atividade cresceu aproximadamente 8 p.p., com produtividade 4 vezes menor do que a das firmas. Nesse cenário, a mudança contribui para a queda da produtividade média da atividade, mesmo que firmas e famílias não tenham se tornado menos produtivas, separadamente, ao longo do período.

Os efeitos agregados indicados no Gráfico 2 não deixa evidente, no entanto, situações muito diferentes entre as atividades econômicas. O efeito da decomposição indicada pela equação 2, acumulada desde o primeiro trimestre de 2012, é detalhada, por atividade econômica, na Tabela 2. Ressalta-se que as atividades de transformação, comércio, transporte, construção e outros serviços, atividades responsáveis por grande parte da ocupação, apresentam retrações expressivas na sua produtividade, mesmo descontados os efeitos de composição entre firmas e famílias. Assim, a redução da produtividade nessas atividades foi, em parte, compensada pelos ganhos elevados de produtividade ocorridos na agropecuária e indústria extrativa no período.

Gráfico 2 – Decomposição da produtividade

Exceto ativ. imob. e aluguel

Varição acumulada desde 1T2012 (%)



Fonte: Elaborado a partir de dados da PNADC/IBGE

Tabela 2 – Decomposição da produtividade

	%											
	Agropec.	Extt.	Transf.	Const.	SIUP	Com.	Transp.	Infor.	Serv. Financ.	Outros Serv.	APU	
Composição famílias/firmas		3,5	1,8	-3,0	-5,3	-2,9	-1,7	-2,5	-4,5	-1,8	-1,5	0,0
Produtividade nas famílias e firmas	66,3	51,8	-5,8	-6,8	6,0	-12,0	-15,0	9,8	-2,2	-8,9	-0,3	
Var. produtividade total na atividade	69,8	53,6	-8,8	-12,1	3,1	-13,7	-17,6	5,3	-4,0	-10,4	-0,3	
Peso (média de 2016)	10,2	0,5	11,5	8,1	0,9	19,4	5,0	1,3	1,4	29,9	11,7	

Efeitos de composição, produtividade e variação total de produtividade são acumulados em relação ao primeiro trimestre de 2012.

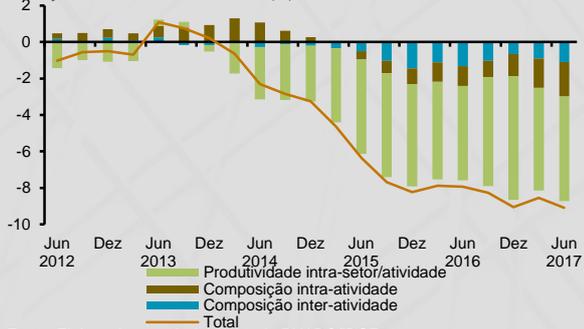
Participação na ocupação exclui a atividade de serviços imobiliários e aluguel.

De fato, é possível refazer a decomposição indicada nas equações 1 e 2 excluindo a agropecuária e

Gráfico 3 – Decomposição da produtividade

Exceto ativ. imob. e aluguel, agropec. e ind. extrativa

Varição acumulada desde 1T2012 (%)



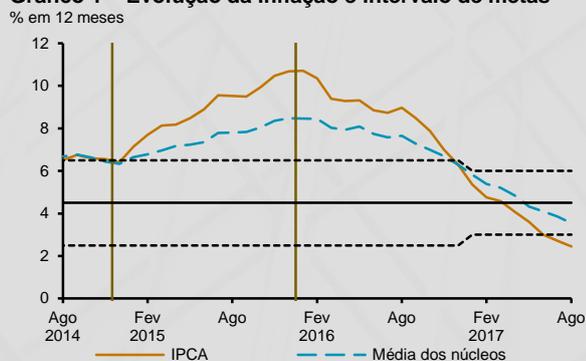
extrativa. A contribuição dos efeitos composição é similar ao calculado no caso anterior, mas os efeitos de queda na produtividade dentro da atividade-setor ficam mais evidentes e acumulam uma contribuição de 5,6 p.p. desde o 1º trimestre de 2012 (Gráfico 3).

Nesse contexto, a presente análise favorece a hipótese de que existe espaço para recuperação cíclica da produtividade em diversas atividades que experimentaram reduções significativas ao longo do ciclo recessivo, o que implicaria espaço para crescimento do produto sem equivalente expansão da PO. Ressalte-se que mesmo a mudança de composição entre atividades e tipos de ocupação pode conter um componente cíclico, o que também favoreceria a recuperação da produtividade nos próximos trimestres.

Destaque-se, entretanto, que a despeito de haver espaço para ganhos de produtividade, os desenvolvimentos recentes no mercado de trabalho de fato sugerem dinamismo maior nas ocupações associadas à economia informal e de pequena escala, o que torna mais incerta a velocidade de recuperação da população ocupada, bem como a evolução de sua composição.

Ciclos inflacionários e persistência

Gráfico 1 – Evolução da inflação e intervalo de metas



Fontes: IBGE e BCB

A inflação em doze meses, medida pelo IPCA, registrou forte ciclo de aceleração e arrefecimento nos últimos anos, quando avançou de 6,41%, em dezembro de 2014, para 10,71%, em janeiro de 2016, e recuou para 2,46%, em agosto de 2017 (Gráfico 1). Nesse contexto, este boxe analisa o recente ciclo de inflação com base em estimativas de persistência, que permitem comparar a velocidade de ajuste dos preços dos segmentos do IPCA após a incidência de choques.

A persistência da inflação de um determinado setor pode ser calculada pela soma dos componentes autoregressivos representados por β_j^i na equação abaixo. Quanto maior a dependência da série em relação às suas próprias defasagens, maior sua persistência¹.

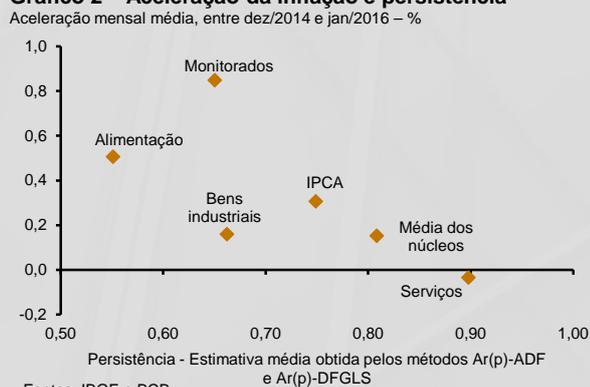
$$\pi_t^i = \alpha + \sum_{j=1}^p \beta_j^i \pi_{t-j}^i + \varepsilon_t^i.$$

Na equação acima, π_t^i representa a inflação em t no segmento i , e j determina as defasagens da inflação de i , cujo número p é definido com base em critérios de seleção de modelos empregados para realização de testes estatísticos².

Foram estimadas³ a persistência da inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); da inflação dos segmentos alimentação no domicílio, monitorados, bens industriais e serviços; e da média das medidas de núcleo de inflação calculadas pelo Banco Central⁴.

As estimativas mencionadas encontram-se no Gráfico 2 (eixo horizontal), que relaciona estes resultados com as respectivas médias mensais da aceleração inflacionária ocorridas de dezembro de 2014 a janeiro de 2016. No Gráfico 3, encontra-se a comparação

Gráfico 2 – Aceleração da inflação e persistência

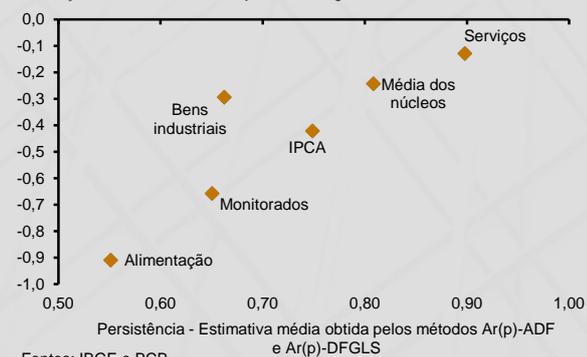


Fontes: IBGE e BCB

- 1/ Exercício similar foi realizado no boxe "Comportamento regional da persistência inflacionária", do Boletim Regional de abril de 2017.
- 2/ *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) e *Dickey-Fuller Generalized Least Squares* (DFGLS). Para mais definições, ver Figueiredo e Machado (2017). Outros métodos além do AR(p)-ADF e do AR(p)-DFGLS, apresentados neste trabalho, também foram testados e os resultados obtidos foram similares aos apresentados neste Boxe.
- 3/ Utilizados dados mensais de junho de 2006 a agosto de 2017, recalculados com a classificação e estrutura de ponderação da POF 2009, implementadas em janeiro de 2012.
- 4/ EX-0 (retirados do IPCA todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio e dos monitorados), EX-1 (retiram-se, do índice, dez de dezesseis itens do subgrupo alimentação no domicílio, além dos itens combustíveis domésticos e de veículos), médias aparadas (são excluídos os itens que apresentam variação mensal acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20); médias aparadas com suavização (antes de eliminar as caudas, são suavizados os componentes com variações pouco frequentes) e dupla ponderação (método que reduz o peso dos itens mais voláteis).

Gráfico 3 – Desinflação e persistência

Desinflação mensal média, entre jan/2016 e ago/2017 – %



Fontes: IBGE e BCB

entre a persistência e a desinflação mensal média observada de janeiro de 2016 a agosto de 2017.

O exame dos Gráficos 2 e 3 evidencia que os segmentos alimentos e monitorados apresentaram as menores estimativas para persistência e as maiores taxas de aceleração e desaceleração da inflação nos períodos analisados. Em situação oposta, o segmento de serviços e a média das medidas de núcleos apresentaram as maiores estimativas de persistência inflacionária e as menores velocidades de ajuste ao longo do ciclo.

Características intrínsecas dos setores auxiliam a compreender as diferentes estimativas obtidas para as respectivas persistências. Preços de serviços, por exemplo, apresentam maior persistência por refletirem de maneira mais intensiva os salários e os mecanismos de indexação, além de estarem menos expostos à concorrência. Preços de alimentos, por outro lado, são mais sensíveis a choques cambiais e a adversidades climáticas, além de estarem inseridos em ambiente de maior competitividade, em especial, produtos *in natura* e semielaborados. Os preços de bens industriais, segmento em que a transmissão de choques é atenuada por cadeias produtivas mais extensas e pela maior facilidade de estocagem, apresentam persistência intermediária.

A persistência dos preços monitorados depende do grau de indexação das regras de reajuste de cada componente. Alguns itens, como energia elétrica e gasolina, têm dinâmicas específicas de reajuste que refletem com maior intensidade condições estruturais de seus setores. Em 2015 e 2016, em particular, a velocidade e a intensidade do processo de realinhamento de preços monitorados tornou a inflação desse segmento pouco persistente, apesar da indexação que lhe é peculiar.

Em linha com as estimativas de persistência, as flutuações nos preços de alimentos e monitorados foram determinantes para explicar a eclosão e a duração do ciclo inflacionário recente e de ciclos anteriores (Gráfico 4⁵).

De fato, o realinhamento dos preços monitorados e o choque nos preços de alimentos provocaram forte aceleração do IPCA entre dezembro de 2014 e janeiro de 2016, enquanto a inflação de serviços apresentou

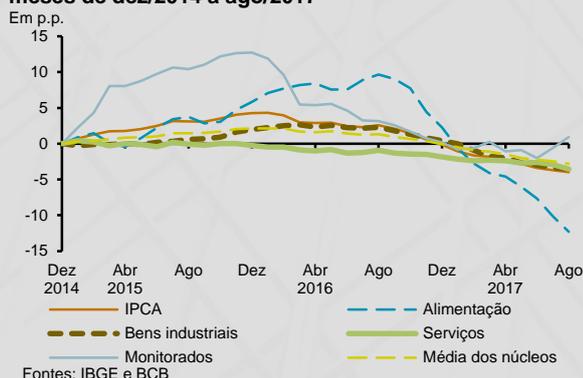
Gráfico 4 – Inflação de alimentos e monitorados x Núcleo ex-0

% em 12 meses



5/ A medida de núcleo "ex-0" exclui alimentação no domicílio e preços de monitorados, remanescendo os segmentos de serviços e bens industriais.

Gráfico 5 – Variação acumulada da inflação em 12 meses de dez/2014 a ago/2017



relativa estabilidade e os preços de bens industriais responderam com menor intensidade ao choque cambial. Desde janeiro de 2016, em sentido inverso, a dissipação dos efeitos do realinhamento dos preços monitorados, seguida de expansão da oferta de alimentos, em paralelo à apreciação cambial, retração da atividade e ancoragem das expectativas de inflação, contribuíram para a desinflação nos setores com maior medida de persistência (Gráfico 5).

Em linhas gerais, as estimativas de persistência ilustram a relevância de flutuações nos preços de alimentos e monitorados para os ciclos inflacionários, de forma ainda mais pronunciada no ciclo observado desde 2015. Os preços de serviços e bens industriais, mais persistentes e sensíveis à política monetária e ao ciclo econômico, se deslocam com maior defasagem, repercutindo mudanças estruturais que afetem as expectativas de inflação e o hiato do produto.

É importante ressaltar que a dinâmica favorável dos preços de alimentos desde o quarto trimestre de 2016 constituiu importante componente do processo de redução da inflação e substancial surpresa desinflacionária, respondendo por parcela relevante da diferença entre as projeções de inflação para 2017 e a meta de 4,5% vigente para esse ano. Mais especificamente, a inflação de alimentos no domicílio, acumulada em doze meses, atingiu 9,36% em dezembro de 2016 e -5,20% em agosto deste ano, representando mais de dois pontos percentuais de contribuição para a queda do IPCA no período. No trimestre encerrado em agosto, em particular, a evolução benigna dos preços de alimentos mais que compensou as elevações não antecipadas nos preços de monitorados.

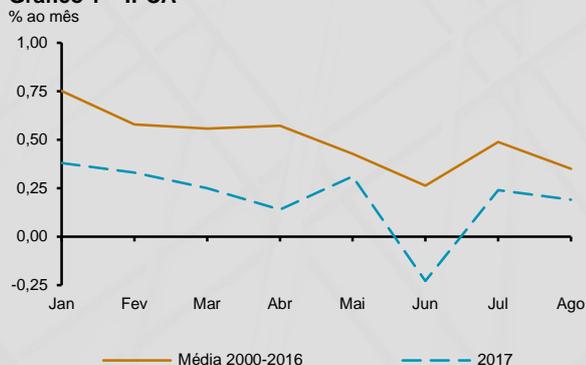
Em termos prospectivos, as projeções de inflação para 2018 (tanto as da pesquisa Focus quanto as projeções condicionais do Copom) embutem alguma normalização da inflação de alimentos e trajetória mais favorável para os preços administrados. No curto prazo, persistem os riscos baixistas de possíveis efeitos secundários do contínuo choque favorável nos preços de alimentos sobre a inflação dos segmentos mais persistentes.

BIBLIOGRAFIA

Figueiredo, F. e Machado, V. (2017). Assessing IPCA Inflation Persistence using Disaggregate Data. Mimeo.

Deflação pontual e comportamento histórico da inflação

Gráfico 1 – IPCA



O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) apresentou valores mensais historicamente baixos nos meses mais recentes, em linha com a desinflação observada desde o início de 2016 (Gráfico 1). Em particular, o índice registrou variação negativa em junho (-0,23%)¹. Ainda que eventos como este sejam relativamente raros, eles se tornam mais frequentes em períodos de inflação baixa, sem que isso indique um fenômeno de deflação.

Este boxe analisa a distribuição mensal da inflação no período de 2000 a 2016² e estima a frequência de variações negativas do IPCA em cada mês, supondo que a inflação oscile em torno de um nível compatível com a meta.

Um primeiro exercício utiliza dados históricos de inflação mensal para comparar, em cada mês do ano, três distribuições de densidade (Gráfico 2): a primeira das distribuições exibe a própria densidade das variações do mês, observadas no período analisado; outra traz a densidade das variações do mês, consideradas as taxas mensais ao longo do ano normalizadas para um nível compatível com a meta de 4,5% a.a.; e a terceira distribuição (comum a todas as figuras) mostra a densidade das variações considerando todos os meses do ano. No Gráfico, o eixo horizontal de cada uma das figuras mostra o limite superior dos intervalos de 0,30 p.p. para a inflação mensal (com exceção do último) enquanto o eixo vertical exibe as frequências observadas para cada intervalo.

Percebe-se, pelo Gráfico 2, que meses como junho, julho e agosto têm apresentado variação média menor que a dos demais meses, enquanto meses como abril e dezembro vêm registrando variação maior que os demais. Meses como fevereiro e novembro registraram taxas de inflação mais concentradas em torno da média, ao contrário de

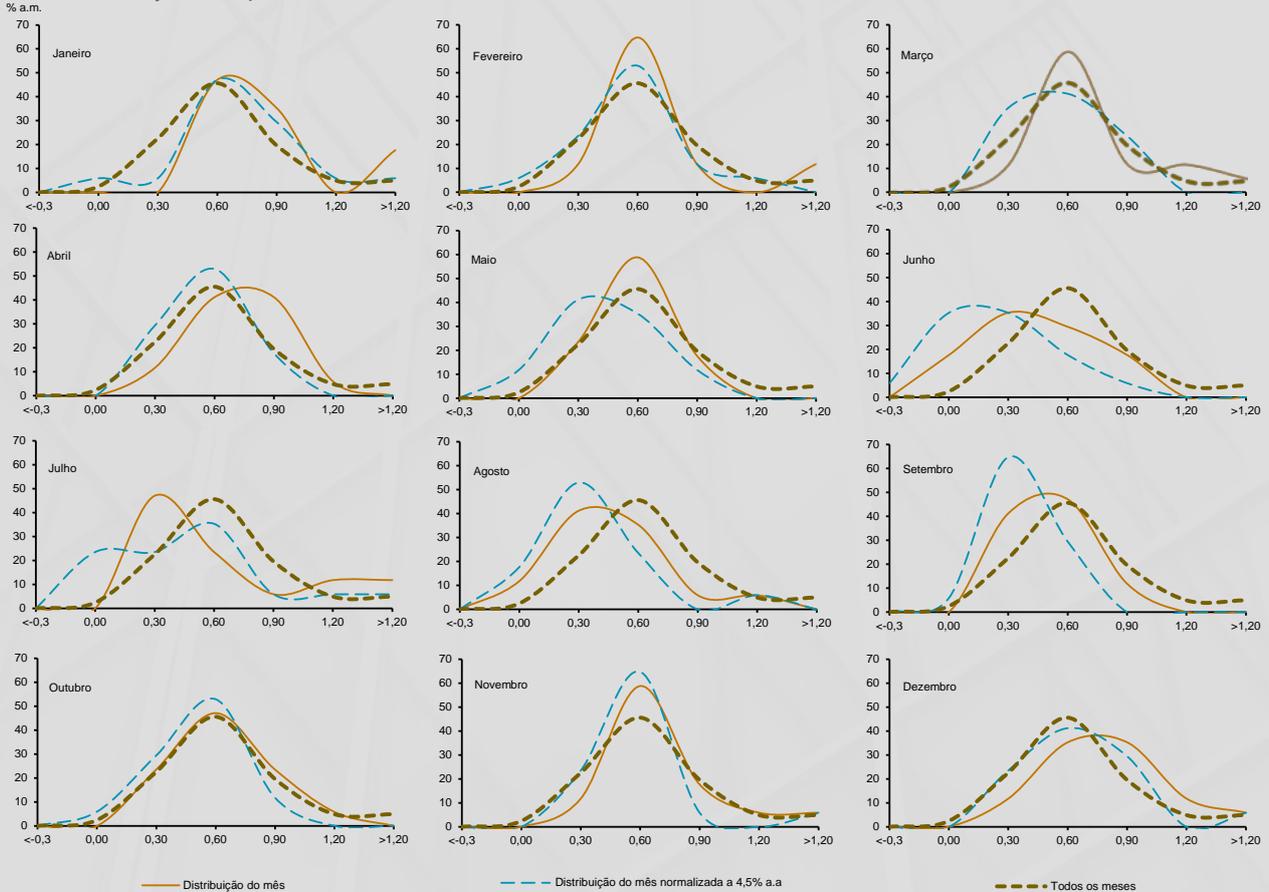
1/ O resultado foi em grande parte decorrência da conjunção benigna dos preços de alimentos, da gasolina e da energia elétrica (decorrente da aplicação da bandeira verde).

2/ Utilizou-se a série histórica do IPCA recalculada com a classificação e estrutura de ponderação da POF 2009, implementadas em janeiro de 2012.

junho e julho, por exemplo, com distribuições mais platicúrticas.

Variações negativas de preço foram efetivamente registradas apenas nos meses de junho e agosto. Consideradas as variações normalizadas, no entanto, a probabilidade de ocorrência de deflação nesses meses aumenta, verificando-se o mesmo para os meses de janeiro, fevereiro, maio, julho, setembro e outubro.

Gráfico 2 – Distribuição do IPCA por meses

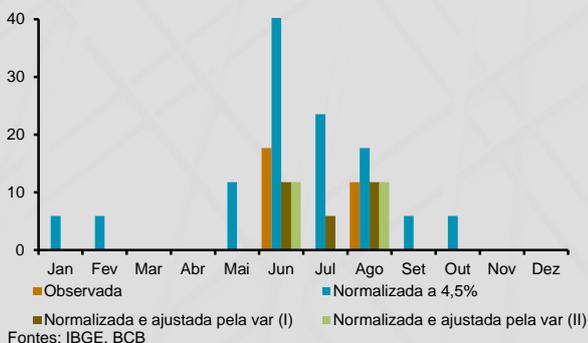


Fontes: IBGE e BCB

Considerando que a volatilidade da inflação tende a guardar relação direta com seu patamar³, testou-se ainda se um ajuste da distribuição histórica à sua variância alteraria os resultados exibidos no Gráfico 2. Foram testadas duas alternativas como exercício de robustez. Na primeira (I), a amostra completa foi dividida em três períodos (Jan/2000 a Mai/2005, Jun/2005 a Ago/2010 e Set/2010 a Jul/2017) e os dados foram então ajustados de forma a igualar a variância dos períodos. A segunda alternativa (II) consistiu em calcular a variância com uma janela

3/ No caso brasileiro, isso é verificado com a simples comparação do desvio padrão de diferentes amostras com as respectivas médias mensais de inflação.

Gráfico 3 – Frequência de IPCA negativo
Em %



móvel de 36 meses e então reequilibrar os dados mensais levando em conta a variância do período.

Ambas geraram resultados qualitativamente muito parecidos⁴. O Gráfico 3 ilustra a probabilidade de deflação pontual em um determinado mês, de acordo com os exercícios testados. Como esperado, a frequência de variações negativas no exercício que ajusta a distribuição à volatilidade, em geral, foi menor. Entretanto, mesmo levando em consideração o fato de que períodos de inflação baixa tendem a ter menor variabilidade na inflação, os dados históricos ainda admitem a eventual ocorrência de IPCA negativo em um determinado mês, e isto é especialmente verdadeiro para junho e agosto.

Em suma, a análise do comportamento histórico da inflação permite concluir que variações mensais negativas do IPCA podem ocorrer no sistema de metas para a inflação, sem que isso se configure um processo de deflação. Ademais, dada a dinâmica usual ao longo dos meses, a probabilidade de ocorrência de variações negativas para o IPCA torna-se maior em ambiente com a inflação em torno da meta.

4/ As distribuições ao longo dos meses de ambas também se assemelham às do primeiro exercício, já representadas no Gráfico 2.