

Ambiente macroeconômico e financeiro

1.1 Introdução

No primeiro semestre de 2016, a recuperação da economia global permaneceu frágil, com a presença de riscos deflacionários em importantes economias avançadas. Nesse contexto, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão (BoJ) aprofundaram a postura expansionista de suas políticas monetárias, enquanto o *Federal Reserve* (Fed), dos Estados Unidos, manteve a taxa dos *Fed Funds* inalterada. Nos mercados financeiros, houve forte aumento da volatilidade até meados de fevereiro, em razão de incertezas quanto à transição da economia chinesa, de sucessivas reduções nas expectativas de crescimento global, de rápido recuo nos preços do petróleo e de receios em relação ao sistema bancário europeu. No final do semestre, a aversão ao risco se intensificou após a decisão, pelo Reino Unido, de saída da União Europeia (*Brexit*), que afetou negativamente as expectativas de crescimento econômico da Europa e, em especial, do Reino Unido, aumentando a perspectiva de manutenção do caráter acomodatório da política monetária nas principais economias desenvolvidas. Nesse ambiente, os juros de longo prazo dessas economias atingiram os valores mais baixos da série histórica, com os papéis de dez anos da Alemanha e do Japão apresentando rendimentos negativos no final do semestre.

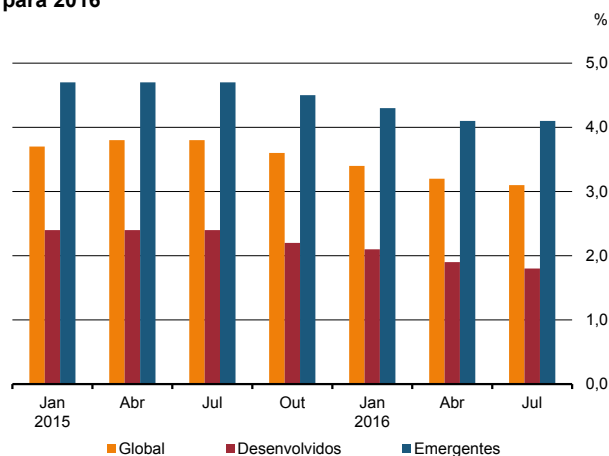
Nos mercados emergentes, medidas de incentivo ao investimento em infraestrutura e de relaxamento monetário anunciadas pelo governo chinês, a recuperação parcial nos preços das *commodities*, iniciada em meados de fevereiro, e a manutenção do viés expansionista da política monetária global possibilitaram a redução dos prêmios de risco soberano de importantes economias, bem como a valorização de suas moedas ante o dólar.

No Brasil, a contração do nível de atividade segue refletindo o ajuste macroeconômico em curso e os indicadores de confiança de consumidores e empresários

em patamares ainda baixos. O componente externo contribuiu positivamente, com elevação das exportações e contração das importações. Prospectivamente, emergem sinais de acomodação da trajetória contracionista e de retomada gradual do nível de atividade. Em conjunto com as perspectivas de progressivo recuo da inflação, trajetórias mais favoráveis da atividade econômica, com repercussões sobre o emprego e a renda, ainda que defasadas, tendem a contribuir para a recuperação da demanda doméstica.

No cenário doméstico, em ambiente de elevada ociosidade dos fatores de produção e de contração do crédito, prevaleceram as incertezas quanto ao processo de implantação dos ajustes necessários na economia. A partir de março, com a melhora do cenário externo e a apreciação do real, o Banco Central do Brasil (BCB) reduziu significativamente o estoque de swaps cambiais. Na condução da política monetária, diante das expectativas de inflação ainda elevadas, o Comitê de Política Monetária (Copom) manteve a meta para a taxa Selic inalterada, e, no mercado futuro, as taxas de juros apresentaram trajetória descendente, particularmente nos prazos mais longos.

Gráfico 1.2.1 – Expectativas de crescimento global para 2016



Fonte: *World Economic Outlook* – Fundo Monetário Internacional

1.2 Ambiente macroeconômico internacional

A recuperação econômica global se manteve frágil, com sucessivas revisões para baixo das expectativas de crescimento para 2016. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI)¹, a economia global deve crescer 3,1% em 2016, variação idêntica à de 2015², com expansões previstas de 1,8% para as economias avançadas e de 4,1% para as emergentes³. As variações dos índices de preços ao consumidor permaneceram em níveis bastante reduzidos nas principais economias avançadas, com risco de deflação na Área do Euro e no Japão, associado aos baixos patamares dos preços de *commodities*, sobretudo petróleo.

O Produto Interno Bruto (PIB) dos Estados Unidos cresceu 2,6% em 2015, com expectativa de 2,2% para 2016⁴. Nos dois primeiros trimestres do ano, a economia cresceu a taxas anualizadas respectivas de

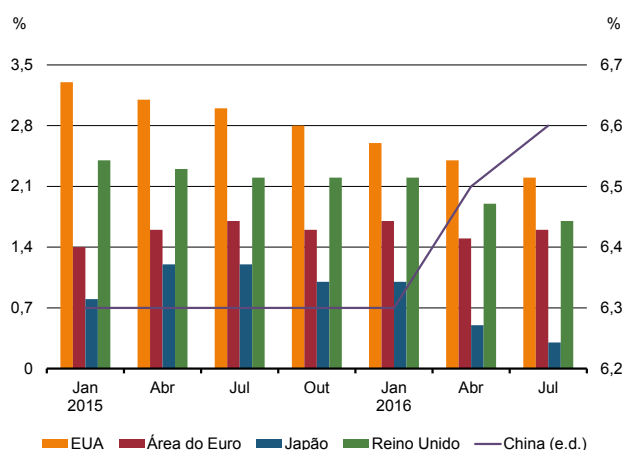
1/ *World Economic Outlook (WEO) Update*. Julho de 2016.

2/ Os relatórios WEO contemplaram sucessivas revisões para baixo em suas estimativas para o crescimento global de 2016, desde 3,8%, no documento de outubro de 2015, até 3,1%, na última atualização (julho).

3/ A última atualização do WEO já contempla o *Brexit*.

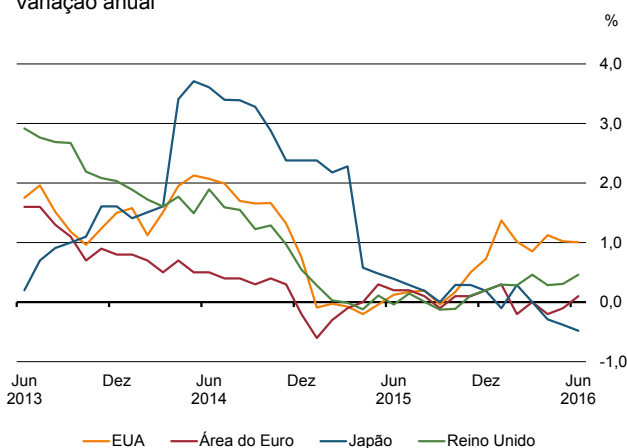
4/ *WEO Update*, julho de 2016.

Gráfico 1.2.2 – Expectativas de crescimento para 2016



Fonte: *World Economic Outlook* – Fundo Monetário Internacional

Gráfico 1.2.3 – Inflação ao consumidor
Variação anual



Fonte: *Bloomberg*

0,8% e 1,1%, ritmo inferior ao esperado pelo mercado⁵. O mercado de trabalho evoluiu favoravelmente, com o desemprego recuando para 4,9% em junho, a despeito de volatilidade na geração de empregos. Em cenário de inflação ainda baixa, a *Federal Open Market Committee* (FOMC) sinalizou que permanece à espera de sinais mais consistentes de recuperação para iniciar a normalização da política monetária.

Na Área do Euro, o PIB cresceu 1,7% em 2015, com expectativa de 1,6% para 2016. Subsiste o risco de deflação, após recuos do índice de preços ao consumidor em fevereiro, abril e maio, e alta de 0,1% em junho. Os riscos para o crescimento econômico da região foram reforçados pelas incertezas geradas a partir do *Brexit*. Nesse cenário, o BCE aprofundou o caráter acomodatório da política monetária, reduzindo a taxa de depósito para -0,40% a.a. e ampliando o programa de compras de ativos⁶. Os efeitos da política monetária contribuíram para recuos das taxas de juros de longo prazo e para a desvalorização do euro.

Entre as maiores economias desenvolvidas, a do Reino Unido foi a que mais cresceu no primeiro semestre de 2016, com expansões trimestrais anualizadas do PIB de 1,8% e 2,4%, no primeiro e no segundo trimestres⁷. A decisão de saída da União Europeia afetou os indicadores de confiança e as expectativas de crescimento, que recuaram de 1,9% para 1,7% em 2016 e de 2,2% para 1,3% em 2017, segundo o FMI⁸. Nesse contexto, o Banco da Inglaterra sinalizou novas medidas de afrouxamento monetário, e a libra alcançou a menor cotação dos últimos trinta anos, ante o dólar.

A economia japonesa cresceu 0,5% em 2015 e deve desacelerar para 0,3% em 2016⁹, em ambiente deflacionário. Nesse contexto, o BoJ introduziu, em janeiro, o Programa de Relaxamento Monetário Quantitativo e Qualitativo (QQE), com taxa de juros negativa. Ressalte-se ainda que, a despeito da política monetária acomodatória, o iene registrou expressiva

5/ A mediana das estimativas para o PIB do 2º trimestre de 2016 situou-se em 2,5%, segundo pesquisa da *Bloomberg*.

6/ Ampliação de €20 bilhões, para €80 bilhões/mês até março de 2017 ou por prazo mais longo se necessário. Adicionalmente, em junho, iniciaram-se as compras de papéis privados de empresas da região, o *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP).

7/ Em 2015, o PIB do Reino Unido avançou 2,2%, desacelerando de 3,1% em 2014.

8/ Diferença entre as expectativas do WEO divulgadas em abril e em julho de 2016.

9/ *WEO Update*, julho de 2016.

valorização, impondo desafios ao setor exportador e à condução da política econômica.

A China prosseguiu em transição, de um modelo de crescimento intensivo em investimentos e orientado para exportações, para outro padrão, baseado na demanda doméstica e no consumo. Como a redução dos investimentos e a desaceleração da atividade manufatureira não é totalmente compensada pelo aumento da demanda interna, a economia segue em arrefecimento, registrando expansões de 6,9% em 2015, a menor taxa desde 1990, e de 6,7%, em taxas interanuais, em cada um dos dois primeiros trimestres de 2016. Para o ano, a estimativa é de alta de 6,5%¹⁰. O governo tem buscado estimular a economia, com investimentos em infraestrutura, expansão do crédito e manutenção da postura monetária acomodatória. Porém, o rápido crescimento do crédito e o excesso de capacidade industrial agregam riscos no médio prazo, adicionando incertezas ao crescimento global, e, em particular, aos preços de *commodities*.

Entre as demais economias emergentes, recuos adicionais nos preços de *commodities* e a normalização da política monetária dos Estados Unidos permanecem como principais fontes de risco. Na América Latina, o PIB da região deve contrair 0,4% em 2016, após crescimento nulo em 2015, refletindo, principalmente, a evolução do nível de atividade no Brasil. Na Rússia, a despeito da recuperação nos preços do petróleo a partir de fevereiro, a economia deve recuar 1,2% em 2016, após contração de 3,7% em 2015. A Índia mantém a maior taxa de crescimento entre as principais economias globais, com expectativa de expansão de 7,4% no ano¹¹.

1.3 Ambiente macroeconômico doméstico

No primeiro semestre de 2016, a economia brasileira manteve trajetória contracionista, ainda refletindo os impactos do ajuste macroeconômico em curso no País, com repercussões sobre os mercados de trabalho e de crédito, e do quadro desfavorável de confiança dos agentes econômicos, com efeitos sobre as decisões de consumo e de investimento.

10/ *Idem*.

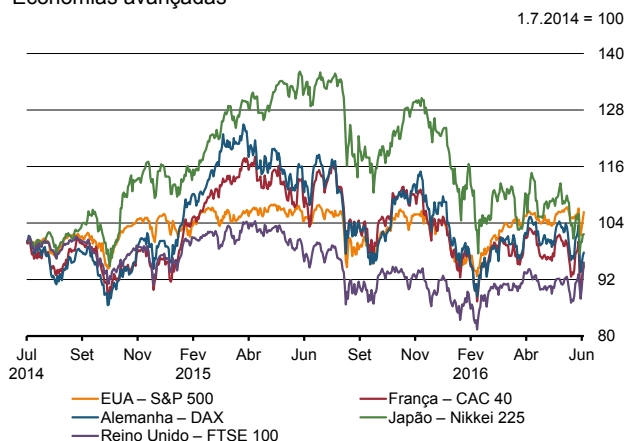
11/ *Idem*.

Nesse contexto, no primeiro trimestre de 2016, o PIB recuou 0,3% relativamente ao quarto trimestre de 2015, quando retraiu 1,3% na mesma base de comparação. O resultado do primeiro trimestre, o quinto recuo trimestral consecutivo, decorreu, sob a ótica da oferta, da contração do produto da indústria e do setor de serviços, e, no âmbito da demanda, dos recuos nos investimentos e no consumo das famílias. O componente externo segue contribuindo positivamente, refletindo o desempenho recente do consumo doméstico e os efeitos defasados da depreciação do real em 2015, que têm resultado, principalmente, em expressiva contração das importações.

A retração do PIB no primeiro trimestre de 2016 em ritmo menos intenso que nos quatro trimestres anteriores e a evolução relativamente favorável de diversos indicadores no segundo trimestre, entre os quais a produção industrial, sugerem acomodação da trajetória contracionista. No médio prazo, emergem sinais positivos para a evolução da atividade econômica, entre os quais, a gradual reversão da tendência negativa dos indicadores de confiança de consumidores e empresários que, entre outros fatores, reflete a melhora de percepção associada à implementação de ajustes na política macroeconômica. O ajustamento dos estoques, ainda em curso no setor industrial, e o baixo patamar de utilização de capacidade instalada evidenciam ausência de restrições, do lado da oferta, para a retomada da atividade industrial.

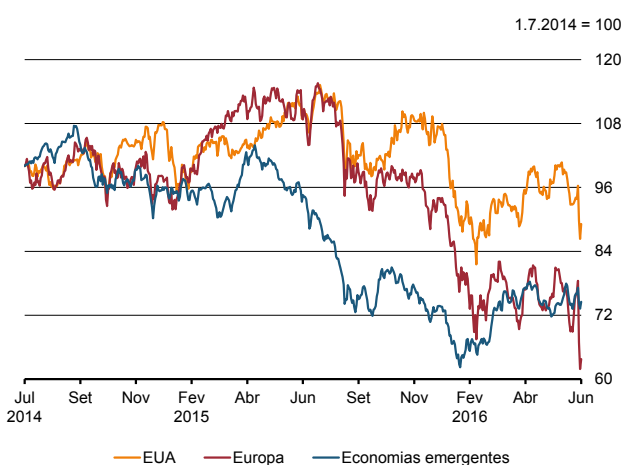
Contudo, a recuperação consistente da atividade econômica permanece condicionada à melhora das condições no mercado de trabalho. Segundo a Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), a taxa de desemprego situou-se em 11,2% no segundo trimestre de 2016, nível mais alto da série histórica iniciada em 2012, e a massa salarial recuou 0,3% no período de doze meses encerrado em junho. Apesar da retomada gradual da atividade econômica, a reação do mercado de trabalho deve ocorrer de forma defasada, permanecendo a taxa de desemprego em patamar elevado. A massa salarial ampliada, entretanto, deve manter trajetória estável no próximo ano, influenciada pelo aumento esperado para o salário mínimo e por seus efeitos sobre benefícios sociais. Nesse contexto, a gradual retomada da atividade e a continuidade do processo desinflacionário em curso devem contribuir para a recuperação moderada do consumo das famílias, favorecendo a demanda doméstica, fator determinante para a sustentabilidade da recuperação econômica.

Gráfico 1.4.1 – Bolsas de valores
Economias avançadas



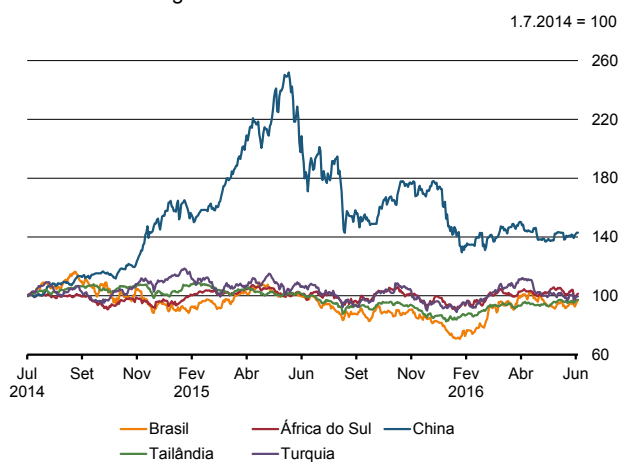
Fonte: Bloomberg

Gráfico 1.4.2 – Índice acionário MSCI – Bancos



Fonte: Bloomberg

Gráfico 1.4.3 – Bolsas de valores
Economias emergentes



Fonte: Bloomberg

1.4 Ambiente financeiro internacional

Os mercados financeiros registraram surtos de volatilidade no primeiro semestre de 2016. Incertezas em relação ao crescimento da China e o recuo nos preços do petróleo provocaram oscilações nos mercados financeiros e forte recuo nos mercados acionários no início do ano. A insegurança quanto ao sistema bancário europeu e à sua capacidade de honrar os pagamentos associados aos chamados *Contingent Convertible Bonds* (CoCo bonds) desencadearam venda de papéis do setor bancário. Ações de empresas do setor energético recuaram significativamente, em linha com as cotações do petróleo. A partir de meados de fevereiro, o setor de energia apresentou recuperação, mas as ações do setor bancário, especialmente na Europa, mostraram menor dinamismo, refletindo a atividade econômica moderada e as taxas de juros negativas. O *Brexit* desencadeou novo movimento de aversão, com mais intensidade na Europa, mas a sinalização de estímulos monetários adicionais em algumas jurisdições trouxe acomodação aos mercados financeiros.

No primeiro semestre, o *Dollar Index (Major)*¹² declinou 2,5%, após três semestres consecutivos de valorização, registrando recuos em relação às principais moedas, destacando-se as depreciações ante o real, o iene, o rublo russo e o euro¹³. Em sentido oposto, o dólar valorizou em relação ao peso argentino, à libra esterlina e ao *renminbi*¹⁴.

Em ambiente monetário expansionista, com intensificação da aversão ao risco, os rendimentos anuais dos títulos de dez anos das economias maduras sofreram forte compressão no período, alcançando os valores mais baixos das respectivas séries históricas. Ao final do semestre, os rendimentos anuais dos papéis dos Estados Unidos e do Reino Unido situaram-se em 1,47% e 0,87%, respectivamente, enquanto os títulos da Alemanha e do Japão permaneceram em patamares negativos.

Não obstante, as economias emergentes, em especial as exportadoras de matérias-primas, foram beneficiadas pela recuperação parcial dos preços de *commodities*, a partir

12/ O *Dollar Index Major*, divulgado pelo Fed, reflete a cotação do dólar dos Estados Unidos ponderada em relação a sete moedas transacionadas em mercados de alta liquidez: euro, dólar canadense, iene, libra esterlina, franco suíço, dólar australiano e coroa sueca.

13/ Na ordem, 17,8%, 14,2%, 11,9% e 2,2%.

14/ Respectivamente, 16,3%, 10,7% e 2,4%.

Gráfico 1.4.4 – Rendimento de títulos soberanos (10 anos)

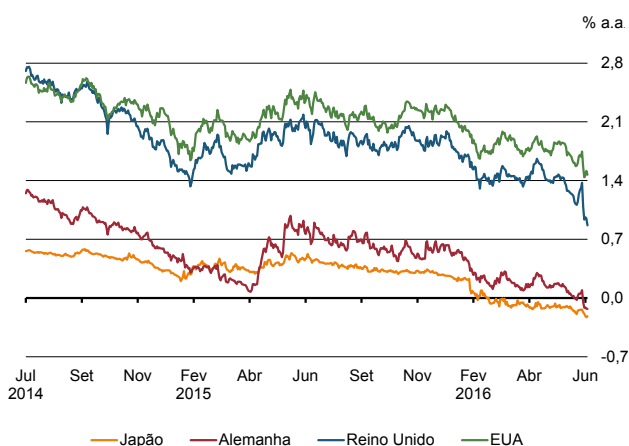
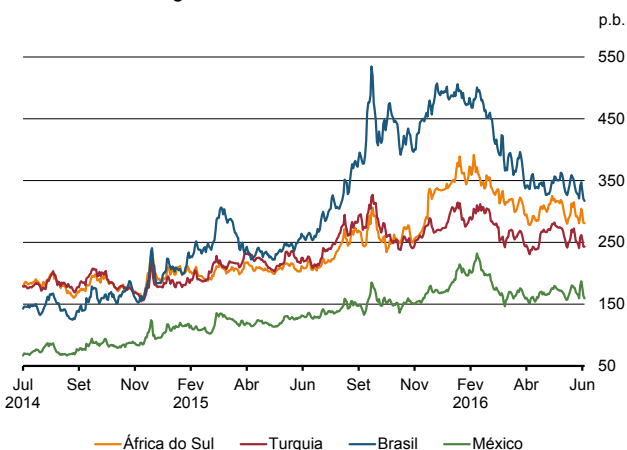


Gráfico 1.4.5 – CDS soberanos (5 anos)
Economias emergentes



de meados de fevereiro, o que contribuiu para a redução dos prêmios de risco soberano e para a valorização das moedas domésticas.

Nesse cenário, os riscos para a estabilidade financeira permanecem relevantes. A excessiva compressão dos rendimentos dos títulos de economias maduras produz consequências sistêmicas com potenciais dificuldades para o sistema financeiro e para seguradoras, bancos e fundos de pensão com carteiras mais expostas a esses papéis, além de distorções na alocação dos ativos e incentivo à tomada excessiva de risco.

Nos Estados Unidos, apesar da sinalização recente, segue elevado o grau de incerteza quanto à normalização da política monetária, o que pode ocasionar novos surtos de volatilidade nos mercados financeiros. Na Europa, aumentaram-se as incertezas sobre a lucratividade do setor bancário em ambiente de taxas de juros negativas e baixo crescimento econômico. A intensificação dos riscos políticos associados ao *Brexit* compõe o cenário, com receios quanto à permanência de outros países na União Europeia.

Nos mercados emergentes, o endividamento do setor corporativo em moeda estrangeira pode trazer dificuldades em eventual aumento da volatilidade nos mercados cambiais. Adicionalmente, os preços de *commodities* permanecem condicionados pelas incertezas que restringem a demanda global.

1.5 Ambiente financeiro doméstico

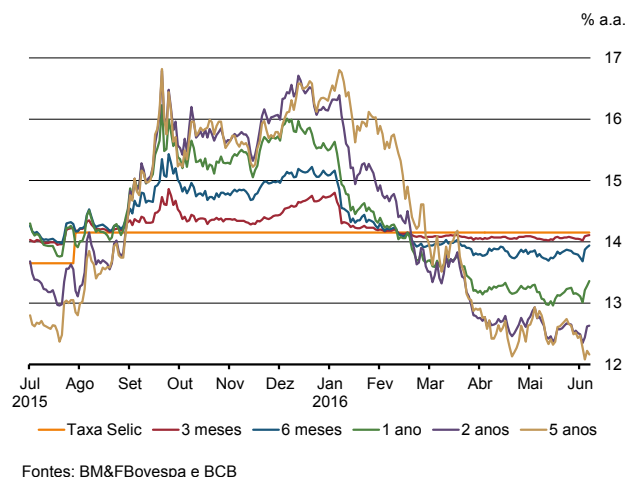
No primeiro semestre de 2016, o Copom manteve a meta para a taxa básica de juros em 14,25%, vigente desde julho de 2015¹⁵. A despeito do processo de desinflação em curso¹⁶, em junho, tanto a inflação acumulada em 12 meses como a expectativa para a inflação ainda se encontravam acima da meta de 4,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)¹⁷. Ao longo de todo

15/ De abril de 2013 até julho de 2015, o Copom promoveu um ciclo de aperto monetário, que elevou a meta para a taxa Selic de 7,25% para 14,25%.

16/ A mediana das expectativas de inflação (IPCA) acumulada para os próximos doze meses (suavizada) caiu monotonicamente ao longo de todo o semestre (de 6,94%, ao final dezembro de 2015, para 5,89%, ao final de junho de 2016). O IPCA acumulado em 12 meses caiu de 10,67% em dezembro para 8,84% em junho.

17/ A Resolução nº 4.345, de 25 de junho de 2014, fixou a meta para a inflação de 2016 em 4,5% (Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA), e o intervalo de tolerância em 2,0 p.p. abaixo e acima da meta. As Resoluções nº 4.419, de 25 de junho de 2015, e nº 4.499, de 30 de junho de 2016, fixaram a meta para a inflação de 2017 e de 2018, respectivamente, em 4,5%, com intervalo de tolerância de 1,5 p.p. abaixo e acima da meta.

Gráfico 1.5.1 – Evolução das taxas de juros
Taxa Selic e swap de 3 e 6 meses, 1 ano, 2 e 5 anos



o semestre, o Copom reiterou que buscava circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN em 2016 e adotaria as medidas necessárias de forma a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

No mercado futuro de taxas de juros, revertendo o movimento do semestre anterior, as taxas apresentaram trajetória predominantemente decrescente, particularmente as mais longas. A curva de juros inicialmente apresentou inclinação positiva, mas, a partir de março, tornou-se negativamente inclinada (Gráfico 1.5.1). Essa perda de declividade da curva de juros é explicada por fatores externos e internos. No âmbito externo, prevaleceu a adoção de medidas expansionistas de política monetária pelos bancos centrais das principais economias; no interno, cresceu a expectativa dos agentes econômicos de que seriam superados os obstáculos à adoção de medidas que permitiriam a recuperação da economia.

No início do ano, as incertezas trazidas pelas turbulências nos mercados cambial e acionário da China desencadearam um movimento de aversão a risco em todo o mundo e uma postura mais cautelosa na condução da política monetária dos bancos centrais das principais economias. Nesse cenário, o *Federal Reserve* (Fed), após longa preparação para deslanchar o processo de normalização da política monetária, e efetivamente implementar a primeira elevação de juros em dezembro de 2015, passou a sinalizar maior gradualismo e manteve sua taxa básica inalterada ao longo de todo o primeiro semestre de 2016.

Até a reunião do Copom de janeiro, as taxas no mercado futuro de juros indicavam a possibilidade de retomada do ciclo contracionista de política monetária, o que acabou não acontecendo. A ata dessa reunião destacou fatores potencialmente deflacionários vindos do exterior e a intensificação da margem de ociosidade no mercado de trabalho doméstico, os quais, aliados à alteração na política monetária do BoJ, contribuíram para a rápida revisão das expectativas quanto à evolução futura das taxas de juros domésticas.

A partir de meados de fevereiro, fatores internos, tanto econômicos como políticos, ganharam mais relevância. *Pari passu* ao aprofundamento da recessão, a queda na

arrecadação agravou o desempenho fiscal¹⁸. Tal fato, potencializado por incertezas não econômicas, levou a novos rebaixamentos da nota soberana do Brasil¹⁹ e contribuiu, pontualmente, para a elevação das taxas de juros nos contratos de maior maturidade. No entanto, prevaleceram os efeitos da redução da aversão a risco no cenário internacional e da valorização do real frente ao dólar, particularmente acentuados em março, que acabaram por favorecer a queda das taxas no mercado futuro de juros. As taxas para os prazos mais curtos exibiram maior estabilidade, acompanhando a sinalização da autoridade monetária de que manteria a política monetária em curso²⁰, o que influenciou também a redução das taxas nos prazos médio e longo.

Ao final de abril, os efeitos sobre as taxas de juros da revisão metodológica do IPCA, que elevaram as estimativas de inflação para o ano, foram contrabalançados pela maior distensão no mercado de trabalho²¹. Os desdobramentos no campo político também eram citados pelos agentes de mercado como fatores que influenciaram o comportamento das taxas negociadas no mercado futuro de juros. Durante o semestre, as taxas negociadas apresentaram trajetória descendente, sendo apenas interrompida em 18 de maio, com a divulgação da ata do FOMC. Essa ata trouxe uma avaliação positiva sobre a economia norte-americana e resultou em aumento dos *yields* dos *Treasuries* e da probabilidade de elevação de juros pelo Fed em junho. Ao final de maio, o pronunciamento do presidente do Fed reforçou essa expectativa.

18/ Em fevereiro, o adiamento para o mês seguinte do anúncio do contingenciamento do Orçamento de 2016 e o anúncio de que o governo iria propor ao Congresso uma flexibilização da meta fiscal do ano em curso culminaram, em março, com a revisão do *deficit* primário para R\$96 bilhões em 2016, no projeto de lei enviado ao Congresso. Em maio, a previsão de *deficit* foi elevada para R\$170,5 bilhões.

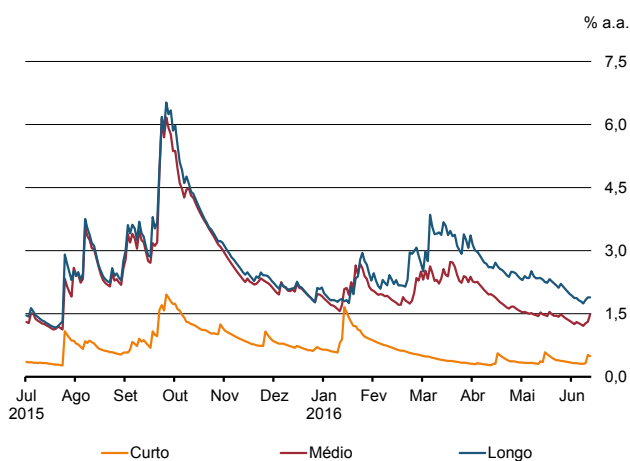
19/ Em fevereiro, a S&P rebaixou a nota de crédito soberano do Brasil de BB⁺ para BB, com perspectiva negativa, e a Moody's, que até então mantinha a classificação como grau de investimento, rebaixou dois níveis, de Baa3 para Ba2, com perspectiva negativa. Em maio, a Fitch rebaixou de BB⁺ para BB, com perspectiva também negativa.

20/ No dia 22 de março, o presidente do BCB reafirmou, em discurso no Senado Federal, que não trabalharia com a hipótese de flexibilização das condições monetárias, o que foi corroborado pela ata do Copom de abril, ao sinalizar que não haveria espaço para queda de juros antes de redução expressiva da inflação em 12 meses e nas expectativas futuras; e pelo Relatório de Inflação do segundo trimestre, ao afirmar que o cenário central não permitiria trabalhar com a hipótese de flexibilização das condições monetárias.

21/ A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua, realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), revela aumento na taxa de desocupação ao longo do semestre até abril. Ao final de 2015, a taxa do trimestre móvel de outubro a dezembro encontrava-se em 9,0% e subiu gradativamente para 11,3% em junho (trimestre móvel de abril a junho).

Em junho, as taxas retomaram a trajetória de queda devido ao menor risco associado ao trâmite de medidas para o reequilíbrio fiscal²² e à reversão das expectativas de que, no curto prazo, o Fed elevaria sua taxa básica. Essa reversão decorreu da fraca evolução do mercado de trabalho norte-americano (*payroll* de maio) e da proximidade da consulta popular, em 23 de junho, sobre a permanência do Reino Unido na União Europeia (UE). As taxas dos *Treasuries* apresentaram queda, refletindo também a probabilidade cada vez menor de o Fed promover aumento de juros ainda em 2016. A surpresa com a vitória da saída do Reino Unido da UE (*Brexit*) provocou novo apreçamento de riscos a nível global. A possibilidade de os bancos centrais das principais economias adotarem políticas mais acomodáticas trouxe a percepção de que o Brasil poderia atrair maior fluxo de capital, limitando eventual reação negativa no mercado de juros doméstico logo em seguida à votação e, subsequentemente, reduzindo as taxas futuras de longo prazo.

Gráfico 1.5.2 – Volatilidade das taxas de juros

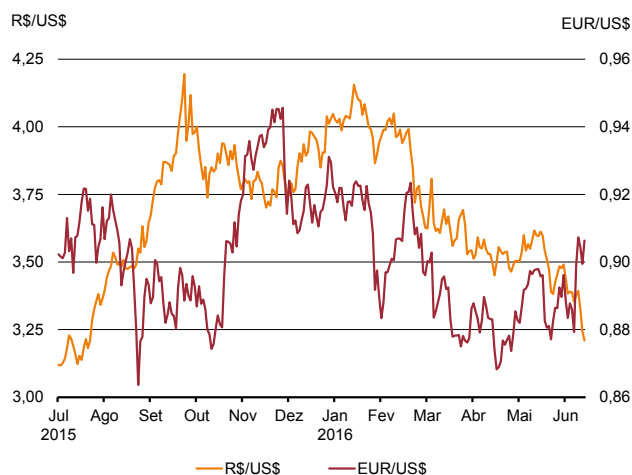


A volatilidade das taxas de juros foi menor do que no semestre anterior. Entretanto, para os prazos médio e longo, voltou a apresentar elevação, principalmente em março e abril, declinando em seguida ao patamar do final de dezembro. A volatilidade de curto prazo, exceto por um repique em janeiro, manteve trajetória de queda, retornando gradativamente ao nível registrado no início de julho de 2015 (Gráfico 1.5.2).

Para os prazos mais longos, a expressiva redução das taxas de juros, as mudanças da sinalização do Fed quanto ao ritmo da normalização de sua política monetária e a prevalência de fatores políticos domésticos resultaram em aumento de volatilidade. As expectativas dos agentes do mercado financeiro, e consequentemente os preços dos ativos financeiros, reagiram à possibilidade de mudança na orientação da política econômica com a reformulação da base de sustentação do governo em março e abril. Processo análogo se repetiu quando do afastamento temporário da Presidente da República e

22/ Aprovação, na Comissão Especial da Câmara dos Deputados, do Projeto de Emenda Constitucional (PEC) que prorroga a Desvinculação de Receitas da União (DRU) até 2023. Em meados de junho, o novo Ministro da Fazenda apresentou as medidas de natureza fiscal, entre elas a propostas para a fixação de um teto para o crescimento do gasto público com validade por vinte anos, podendo ser revisto a partir do 10º ano. Já em 2017, o limite dos gastos totais equivalerá à despesa paga neste ano corrigida pelo IPCA de 2016. O Ministério da Fazenda e os governadores fecharam um acordo de renegociação para a dívida dos estados com a União.

Gráfico 1.5.3 – Taxa de câmbio



assunção do cargo interinamente pelo Vice-Presidente, em 12 de maio²³.

O real apresentou depreciação de 6,0% até 21 de janeiro, quando alcançou a cotação de R\$4,16/US\$. Desde então, apresentou tendência de apreciação. No semestre, a taxa de câmbio caiu 17,8% em dólar e 16,7% em euro, encerrando em R\$3,21/US\$²⁴ e R\$3,54/Euro (Gráfico 1.5.3).

A depreciação do real verificada no início do ano decorreu do ambiente externo desfavorável, que levou ao aumento da aversão ao risco, e, internamente, da piora do quadro fiscal e das incertezas políticas. A partir de então, o real apresentou expressiva apreciação em função das expectativas de que o Fed manteria as taxas de juros inalteradas²⁵, o que favoreceu o aumento da propensão ao risco no mercado externo. Além disso, no âmbito interno, cresceu o otimismo dos agentes do mercado financeiro quanto ao processo de implantação dos ajustes necessários na economia, acreditando que o cenário nacional se tornaria gradativamente menos indefinido. Ao final de junho, também contribuíram para a apreciação da moeda nacional a percepção de que a saída do Reino Unido da UE manteria as taxas de juros das economias desenvolvidas em um patamar baixo por mais tempo e, no âmbito doméstico, a expectativa de aprovação de medidas favoráveis ao ajuste fiscal pelo congresso nacional.

No primeiro bimestre, o BCB manteve a estratégia de rolagem integral dos vencimentos de *swap* cambial. No entanto, ao longo de março, em função das condições de mercado mais favoráveis²⁶, o BCB foi reduzindo o volume ofertado para a rolagem do vencimento de abril, até que, no último decêndio, voltou a efetuar leilões de *swap* cambial reverso²⁷, fato que não ocorria desde março de 2013. Esses leilões foram realizados até meados de

23/ Em votação nos dias 18 e 19 de abril, o plenário da Câmara dos Deputados aprovou a admissibilidade do processo de *impeachment* da Presidente da República e o encaminhou para o Senado Federal, que instaurou o processo em 12 de maio, determinando o afastamento do cargo por até 180 dias, para o julgamento. O presidente interino formou, então, um novo ministério em razão da nova configuração de apoio partidário.

24/ Cotação da taxa de câmbio R\$/US\$ divulgada pelo BCB (PTAX), calculada segundo metodologia divulgada pela Circular BCB nº 3.506, de 23 de setembro de 2010, e atualizada conforme Circular BCB nº 3.537, de 25 de maio de 2011.

25/ Em maio, houve um movimento de valorização do dólar influenciado principalmente pela divulgação da ata do FOMC que trouxe uma avaliação positiva sobre a economia norte-americana e resultou em aumento da probabilidade de elevação de juros pelo Fed em junho. No entanto, a não confirmação desse cenário reconduziu a taxa de câmbio R\$/US\$ para sua trajetória de queda.

26/ Em março, por exemplo, o real apreciou 11,8% frente ao dólar.

27 Operação de *swap* cambial na qual o BCB assume posição ativa em câmbio mais cupom cambial e posição passiva na taxa de juros doméstica (taxa Selic).

maio, e reduziram o estoque de *swaps* em US\$43,7 bilhões. No semestre, o BCB efetuou leilões de *swap* cambial tradicional²⁸ no valor nocional equivalente a US\$29,3 bilhões (que se referiram somente a rolagens de vencimentos), e leilões de *swap* cambial reverso no valor nocional equivalente a US\$42,8 bilhões. Assim, encerrou o período com uma posição líquida (em *swap*) passiva em câmbio de US\$62,1 bilhões, ante US\$108,1 bilhões em dezembro.

O saldo de câmbio contratado registrou fluxo negativo de US\$10,4 bilhões no primeiro semestre de 2016 e foi composto por entradas de US\$25,4 bilhões no comercial e saídas de US\$35,8 bilhões no financeiro. O volume líquido de Investimento Direto no País (IDP) foi de US\$33,8 bilhões de janeiro a junho. Já as reservas internacionais, no conceito de caixa, encerraram o mês de junho em US\$364,2 bilhões, com acréscimo de 2,2% em relação ao final de dezembro de 2015.

Gráfico 1.5.4 – Índice Bovespa



Fonte: BM&FBovespa

No mercado acionário, o Índice Bovespa da BM&FBovespa (Ibovespa) subiu 18,9% no semestre (Gráfico 1.5.4). Na maior parte de janeiro, entretanto, sua trajetória foi descendente, acumulando perdas de 13,5% até o dia 26. Esse movimento deveu-se principalmente à queda do preço do petróleo e à desaceleração da economia chinesa. A partir de então, a recuperação parcial dos preços do petróleo, o aumento do apetite a risco global e os acontecimentos políticos no ambiente interno colaboraram para a reversão da trajetória do Ibovespa²⁹. No semestre, a entrada líquida dos investimentos estrangeiros foi de R\$12,6 bilhões, concentrados em março, quando foram registrados ingressos de R\$8,4 bilhões.

Ao longo do semestre, externamente, o processo de normalização da política monetária pelo Fed esteve condicionado às incertezas no cenário internacional. No âmbito interno, apesar da reversão da tendência de queda do nível de confiança e do processo de desinflação em curso, as expectativas para a inflação permaneceram elevadas. Em resposta aos desafios para convergência da inflação, o Copom manteve a meta para a taxa Selic inalterada durante todo o período. As taxas de juros negociadas no mercado futuro reagiram positivamente à melhora dos cenários interno e externo, com destaque para os trechos intermediário e longo, apresentando

28/ Operação de *swap* cambial na qual o BCB assume posição passiva em câmbio mais cupom cambial e posição ativa na taxa de juros doméstica (taxa Selic).

29/ Nesse contexto, a Petrobras voltou a captar no mercado internacional e emitiu, em maio, US\$6,8 bilhões em títulos com vencimento em cinco e em dez anos.

trajetória de redução ao longo do período. Com a diminuição das incertezas no âmbito doméstico e externo, o real apreciou-se, e o Ibovespa registrou alta.