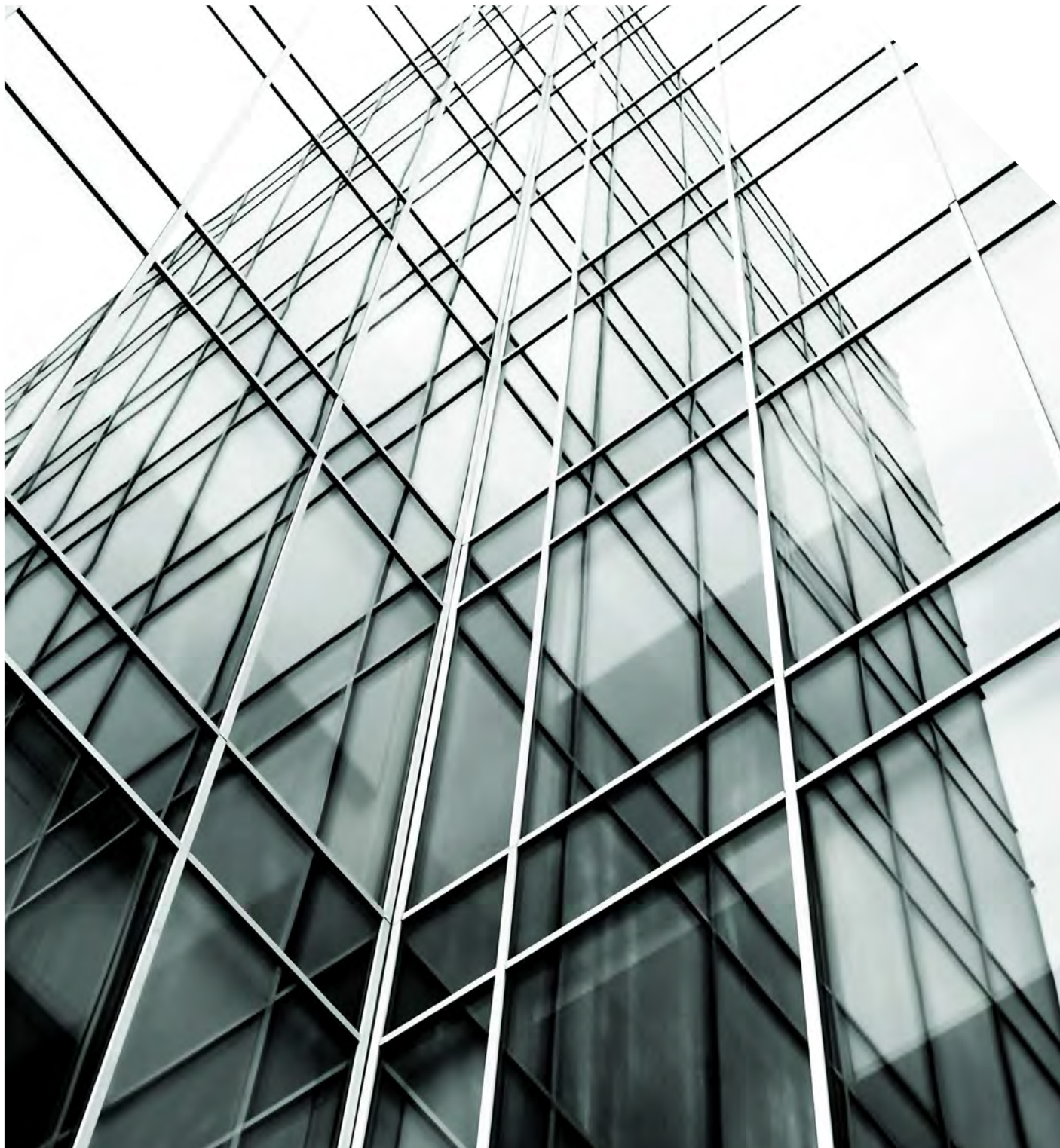




ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 20 | Número 4 | Dezembro 2018

Relatório de Inflação

Volume 20 | Número 4 | Dezembro 2018

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Os textos, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir:

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: conep.depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bcb.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 20, nº 4.

Convenções estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- * dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo-se o primeiro e o último.

A barra (/) entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo-se o primeiro e o último, ou, se especificado no texto, o ano-safra ou o ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamento.

Não é citada a fonte dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <<http://www.bcb.gov.br/?ATENDIMENTO>>

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

Missão e objetivos

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

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

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

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

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

Implementação

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

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

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

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

Relatório de Inflação

As projeções para a inflação são apresentadas em cenários com condicionantes para algumas variáveis econômicas. Tradicionalmente, os condicionantes referem-se às trajetórias da taxa de câmbio e da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ao longo do horizonte de projeção. Essas trajetórias normalmente são oriundas das expectativas coletadas pela pesquisa Focus, realizada pelo BCB com analistas independentes, ou consideram constantes os valores dessas variáveis. Os cenários apresentados envolvem uma combinação desses condicionantes. Cenários alternativos também podem ser apresentados. É importante ressaltar que esses cenários são alguns dos instrumentos quantitativos que servem para orientar as decisões de política monetária do Copom, e que seus condicionantes não constituem e nem devem ser vistos como previsões do Comitê sobre o comportamento futuro dessas variáveis.

As projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza associado às mesmas. As previsões de inflação dependem não apenas dos condicionamentos feitos para as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O Copom utiliza um conjunto amplo de modelos e cenários, com condicionantes a eles associados, para orientar suas decisões de política monetária. Ao expor alguns desses cenários, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

Sumário

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	7
Conjuntura econômica	11
1.1 Cenário externo	11
1.2 Conjuntura interna	13
Atividade econômica e mercado de trabalho	13
Crédito	19
Fiscal	21
Demanda externa e Balanço de Pagamentos	23
1.3 Inflação e expectativas de mercado	26
Índices de preços	26
Índice de difusão e núcleos	28
Expectativas de mercado	28
Perspectivas para a inflação	57
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	58
2.2 Projeções condicionais	59
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	63
Boxes	
Projeções para crescimento do PIB em 2018 e 2019	31
Evolução da produtividade e do rendimento do trabalho	33
Condicionantes da evolução recente do rendimento do trabalho	36
Conteúdo informacional da distribuição <i>cross-section</i> do IPCA	40
Viés e capacidade preditiva das medidas de inflação subjacente	43
Créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES: impactos sobre a despesa com juros e a evolução da taxa de juros implícita da DLSP	46
Liquidações antecipadas de operações de crédito no Sistema Financeiro Nacional	50
Projeções para o Balanço de Pagamentos de 2018 e 2019	54
Apêndice	67

Sumário executivo

Indicadores recentes da atividade econômica continuam evidenciando recuperação gradual da economia brasileira.

O Produto Interno Bruto (PIB) cresceu no terceiro trimestre, em relação ao trimestre anterior, pelo sétimo período consecutivo. Pelo lado da oferta, destacou-se a aceleração da atividade industrial, notadamente da indústria de transformação, após o impacto da paralisação do setor de transporte de cargas em maio. Observou-se, adicionalmente, continuidade do crescimento do setor de serviços, em especial nos segmentos de comércio e transportes. Nesse sentido, cabe ressaltar que a magnitude do crescimento econômico no período recente refletiu, em parte, a base de comparação mais fraca do segundo trimestre.

No âmbito da demanda, houve crescimento expressivo da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), influenciado pela importação de equipamentos para a indústria de petróleo e gás, e aceleração do consumo das famílias, em linha com a recuperação moderada do mercado de trabalho e com a evolução positiva do mercado de crédito.

A projeção central para o crescimento do PIB em 2018 foi reduzida para 1,3%, ligeiramente inferior à projeção divulgada no Relatório de Inflação de setembro (1,4%). Em boa medida, esse ajuste na projeção refletiu a revisão ordinária nas estatísticas das contas nacionais, que elevou ligeiramente o nível do PIB de 2017, ou seja, a base de comparação. Para 2019, naturalmente com maior grau de incerteza e condicionado ao cenário de continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira, projeta-se crescimento do PIB de 2,4%.

A economia segue operando com elevado nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego. Destaque-se, entretanto, que a retomada da economia tem se traduzido em redução gradual dessa ociosidade.

O cenário externo permanece desafiador para economias emergentes. Os principais riscos estão associados ao aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais, à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas e a incertezas referentes ao comércio global.

Não obstante, 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 expectativas ancoradas e perspectiva de recuperação econômica.

As expectativas de inflação para 2018, 2019 e 2020 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,7%, 4,1% e 4,0%, respectivamente. As expectativas para 2021 situam-se em torno de 3,75%.

O Copom avalia que diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis apropriados ou confortáveis, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário com taxa Selic constante em 6,50% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$3,85/US\$, as projeções para a inflação do Copom situam-se em torno de 3,7% para 2018, 4,0% para 2019 e 2020 e 4,1% para 2021. No cenário com trajetórias para as taxas Selic e de câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções para a inflação do Copom situam-se em torno de 3,7% para 2018, 3,9% para 2019, 3,6% para 2020 e 3,7% para 2021.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a última reunião do Copom, realizada em 11 e 12.12.2018 (219ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central do Brasil, a data de corte é 7.12.2018, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (219ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2019 e, em menor grau, de 2020.

Na ocasião, o Copom comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções, mas com maior peso nos dois últimos riscos. Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode produzir trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, (ii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensifica no caso de (iii) deterioração do cenário externo para economias emergentes.

Os membros do Comitê avaliam que, em comparação com o cenário contemplado em sua reunião em outubro (218ª reunião), o risco de o nível de ociosidade elevado produzir trajetória prospectiva de inflação abaixo do esperado aumentou e o risco relacionado a uma frustração das expectativas de continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira diminuiu. Entretanto, o Comitê ressaltou que os riscos altistas para a inflação permanecem relevantes e seguem com maior peso em seu balanço de riscos. Dessa forma, os membros do Copom julgam que persiste, apesar de menos intensa, a assimetria no balanço de riscos para a inflação.

O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

O Comitê enfatiza que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a manutenção da inflação baixa no médio e longo prazos, para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressaltava ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes.

Os membros do Copom julgam que cautela, serenidade e perseverança nas decisões de política monetária, inclusive diante de cenários voláteis, têm sido úteis na perseguição de seu objetivo precípua de manter a trajetória da inflação em direção às metas. O Comitê entende que decisões pautadas por esses princípios constituem bom guia para a política monetária.

Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve manutenção da

taxa Selic no nível vigente. O Copom ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

Conjuntura econômica

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa a evolução recente da conjuntura econômica considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a evolução da economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade.

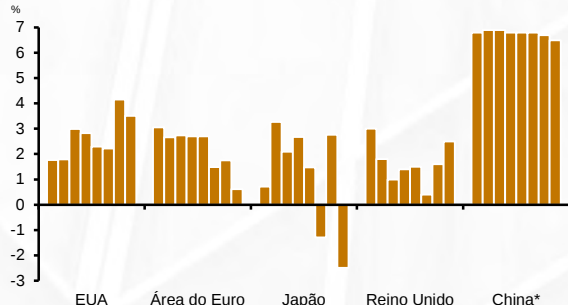
A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado de trabalho, à evolução do mercado de crédito, aos desempenhos das contas públicas e das contas externas do país. A seção final do capítulo analisa o comportamento da inflação e das expectativas de mercado, considerando as trajetórias dos principais indicadores de preços.

1.1 Cenário externo

Diante de dados de atividade mais fracos e efetivação de novas tarifas comerciais, as projeções de crescimento das principais economias têm sido reduzidas, a despeito da resiliência da economia norte americana até o momento. As condições financeiras globais têm se tornado mais restritivas, com impactos sobre as perspectivas para economias emergentes. A redução do crescimento, na margem, ocorre em um contexto de inflação em níveis moderados nas principais economias, com repercussões sobre o balanço de riscos e sobre a condução da política monetária.

As oscilações nos mercados internacionais ao longo do ano refletem, em grande parte, o aperto já realizado nas condições monetárias nas principais

Gráfico 1.1 – PIB^{1/}



1/ Var% T/T-1. Taxas anualizadas, c/ajuste sazonal. Último: 3º tri/2018.

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

Fonte: Thomson Datastream

Gráfico 1.2 – Inflação (núcleo) economias avançadas

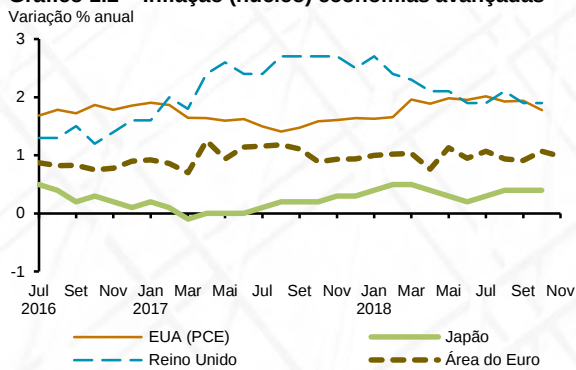


Gráfico 1.3 – Índice de Preço de Commodities Bloomberg

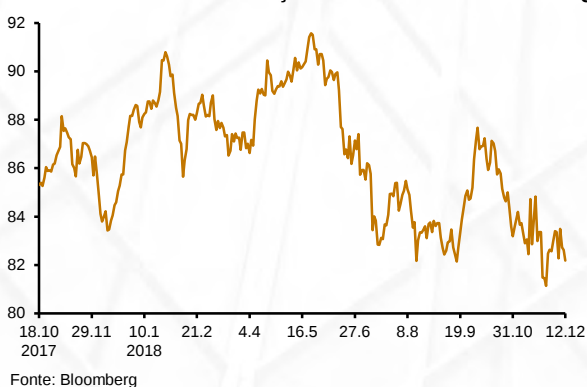


Gráfico 1.4 – Novas ordens de exportação global

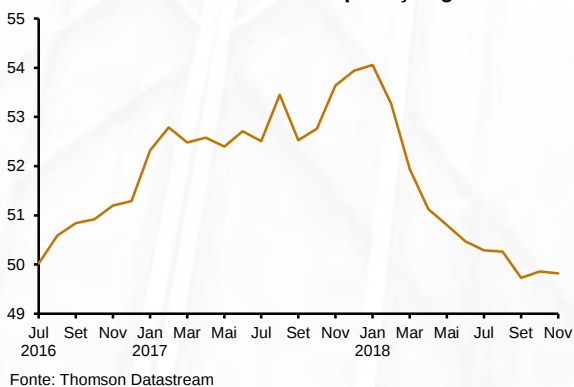
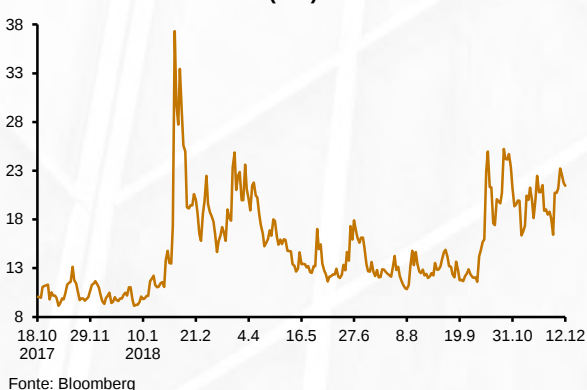


Gráfico 1.5 – Volatilidade (VIX)



economias, as incertezas relacionadas à continuidade desse processo e os riscos associados às tensões comerciais e seus impactos efetivos sobre a atividade, ratificados por dados mais fracos de comércio e investimento nos últimos meses. Adicionalmente, as indefinições relacionadas ao *Brexit* e ao rumo das políticas fiscais na União Europeia têm elevado a sensibilidade dos preços de ativos a cenários adversos e aumentado a volatilidade nos preços de *commodities*. De fato, a dinâmica recente dos mercados financeiros internacionais têm repercutido uma maior aversão ao risco global, com aumento da volatilidade, desempenho negativo das bolsas de valores, e elevação dos *spreads* dos títulos mais arriscados (*high yield*).

Nesse contexto mais desafiador, em especial para as economias emergentes, o ritmo mais gradual de normalização monetária em economias avançadas reduz o eventual impacto desse processo sobre o apetite ao risco de economias emergentes.

Nos Estados Unidos da América (EUA), o PIB cresceu 3,5% no terceiro trimestre (ante trimestre anterior, taxa anualizada), com expressiva contribuição do consumo privado, resultado consistente com o aumento da renda disponível e da confiança dos consumidores e com os cortes de impostos aprovados no final de 2017. Enquanto indicadores recentes do setor externo e do investimento sugerem maior moderação no crescimento, em meio a efeitos das tensões comerciais sobre a atividade, o mercado de trabalho permanece com ritmo robusto de geração de postos de trabalho e de recuperação dos salários. A dinâmica dos preços ao consumidor sinaliza que as pressões da inflação de serviços têm sido minimizadas pela contribuição negativa da inflação de bens no índice agregado. Com vetores importantes atuando em ambos os sentidos, tanto para a atividade como para preços, a incerteza sobre a curva de juros americana aumentou.

Na Área do Euro, o PIB do terceiro trimestre de 2018 (0,16% ante o trimestre anterior) apresentou o pior desempenho desde 2013, confirmando a moderação do ritmo de crescimento da região, já sinalizada por indicadores antecedentes. As discussões sobre o *Brexit* e sobre orçamento na União Europeia têm repercutido nos mercados, com aumento da probabilidade de cenários mais adversos. Os índices de inflação ao consumidor confirmam recuperação de preços e os salários continuam em trajetória de elevação, cenário consistente com as perspectivas de normalização da política monetária ainda em 2019.

Na China, a economia cresceu 6,5% no terceiro trimestre (variação interanual), com desaceleração do crescimento. As respostas mais recentes da política econômica chinesa objetivam oferecer suporte ao crescimento econômico, diante de pressões negativas geradas pelas disputas comerciais. Os riscos de desaceleração para um ritmo aquém do esperado aumentaram, com possíveis repercussões importantes para as economias emergentes.

No Japão, após diversos eventos climáticos adversos, o PIB do terceiro trimestre contraiu 1,2% (taxa anualizada ante o trimestre anterior). A retração foi disseminada entre os componentes da demanda, com destaque para o recuo do investimento das empresas, após oito trimestres positivos, e para a contribuição negativa do setor externo.

Em síntese, desde o Relatório de Inflação anterior, as projeções de crescimento da maioria dos países têm sido reavaliadas, refletindo o menor dinamismo da atividade. Os impactos associados às tensões comerciais e suas repercussões sobre a atividade, em particular sobre a China, têm aumentado. Nesse contexto de maior incerteza, os cenários prospectivos para a normalização monetária nas principais economias têm papel determinante para eventos de ajustes de preços de ativos e do apetite ao risco em relação a economias emergentes.

1.2 Conjuntura interna

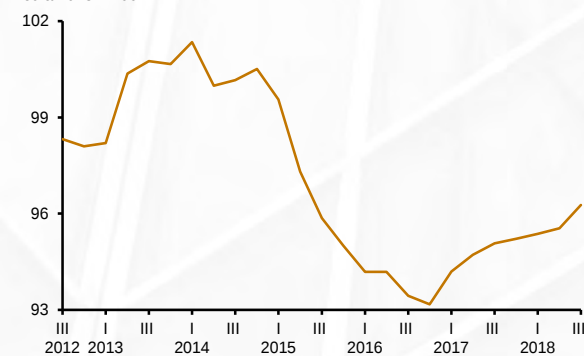
Atividade econômica e mercado de trabalho

A evolução recente dos indicadores de atividade segue evidenciando continuidade do processo de recuperação da economia brasileira em ritmo gradual.

O PIB cresceu no terceiro trimestre do ano comparativamente ao trimestre anterior (0,8%), pelo sétimo período consecutivo, denotando resiliência do processo de recuperação (dados com ajuste sazonal). Cabe ressaltar que, em parte, a elevação no período recente está relacionada à base de comparação mais fraca do segundo trimestre, quando a atividade foi impactada pela paralisação do setor de transporte rodoviário de cargas.

Gráfico 1.6 – PIB^{1/}

Média 2013 = 100



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2017		2018		
	III Trí	IV Trí	I Trí	II Trí	III Trí
PIB a preços de mercado	0,4	0,2	0,2	0,2	0,8
Agropecuária	-1,9	-0,1	1,8	0,5	0,7
Indústria	0,3	1,1	-0,3	-0,3	0,4
Serviços	0,4	0,2	0,2	0,3	0,5
Consumo das famílias	1,1	0,2	0,4	0,1	0,6
Consumo do governo	-0,4	0,8	-0,3	-0,4	0,3
Formação Bruta de					
Capital Fixo	0,8	1,8	0,5	-1,3	6,6
Exportação	2,1	-0,6	1,5	-5,1	6,7
Importação	4,1	2,0	2,1	-1,2	10,2

Fonte: IBGE

O crescimento do PIB no terceiro trimestre de 2018 refletiu, pelo lado da oferta, a aceleração da atividade industrial, notadamente da indústria de transformação, expressivamente impactado pela paralisação do setor de transporte rodoviário de cargas, em maio. Observou-se continuidade do crescimento do setor de serviços, sétima expansão trimestral consecutiva, com destaque para comércio e transportes, segmentos também afetados diretamente pelo evento em maio.

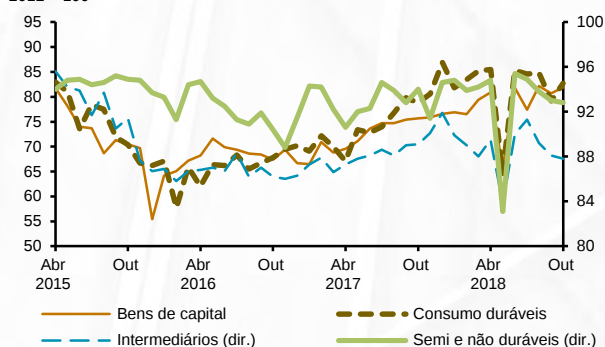
Do lado da demanda, destacou-se o crescimento significativo da FBCF, influenciado pela importação de equipamentos para a indústria de petróleo e gás.¹

O consumo das famílias apresentou leve aceleração no período, acumulando crescimento de 4,2% ao longo de sete trimestres ininterruptos de expansão, em linha com a recuperação moderada do mercado de trabalho e com a evolução positiva do mercado de crédito.

A projeção de crescimento do PIB para 2018 foi ajustada para 1,3%, de 1,4% apresentada na edição anterior do Relatório de Inflação, com relativa similaridade nas projeções dos componentes. Para 2019, manteve-se a projeção de crescimento de 2,4%. É fundamental destacar que essa perspectiva está condicionada a um cenário de continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira, notadamente as de natureza fiscal.²

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

A produção industrial cresceu 1,9% no trimestre encerrado em outubro, relativamente aos três meses anteriores, quando decrescera 3,0% nessa mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Esse resultado repercutiu o crescimento de 2,3% da indústria de transformação e o recuo de 1,0% da indústria extrativa.

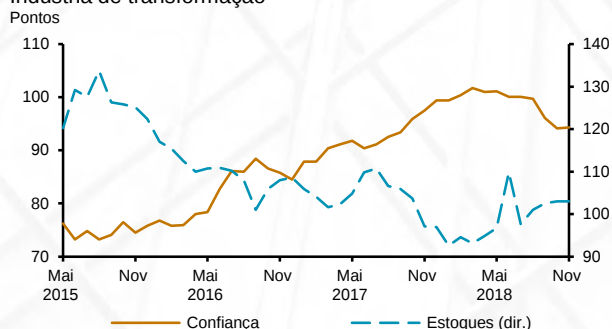
O crescimento trimestral da atividade fabril, em grande parte explicado pelo impacto da paralisação de maio sobre a base de comparação, não reflete o dinamismo verificado na margem. Comparando-se os dados do bimestre terminado em outubro com

1/ A nacionalização, no âmbito do Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro), de equipamentos para a indústria de petróleo e gás que já operam em território nacional (importações fictas) e a importação de novos equipamentos desse tipo afetam a FBCF e a importação nas Contas Nacionais.

2/ Ver box “Revisão das projeções do PIB em 2018 e 2019” neste Relatório de Inflação.

Gráfico 1.8 – Estoques e confiança^{1/}

Indústria de transformação



os do finalizado em agosto, houve recuo de 1,8% no produto da indústria de transformação, com quedas na produção de bens de consumo duráveis (-4,4%), bens intermediários (-2,5%) e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-1,5%) e crescimento na produção de bens de capital (1,9%). No bimestre encerrado em outubro, a produção da indústria de transformação esteve 2,2% abaixo do patamar registrado no bimestre encerrado em abril, período anterior à paralisação.³

Indicadores qualitativos mostraram comportamento oscilante associado ao processo de recuperação da atividade fabril. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) atingiu 94,8 pontos no trimestre encerrado em novembro, 5,1 pontos abaixo do trimestre encerrado em agosto, segundo dados dessazonalizados da Fundação Getúlio Vargas (FGV).⁴ O resultado na margem refletiu as quedas nos indicadores relacionados à indústria de bens intermediários, de bens de consumo não-duráveis e de bens de capital, que contrastaram com a alta na confiança no segmento de bens duráveis. Importante observar que após retrações mais expressivas em setembro e outubro, o ICI mostrou ligeira alta em novembro, sinalizando perspectiva de reversão do movimento de queda da confiança dos empresários industriais.

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, registrou 102,8 pontos⁵ no trimestre encerrado em novembro, considerados dados com ajuste sazonal. O indicador permanece estável em relação ao trimestre anterior, mas ainda acima do patamar em que se encontrava antes da paralisação do setor de transporte de cargas.

Em resumo, o comportamento da atividade industrial permanece com oscilações desde maio, ainda não evidenciando trajetória efetiva de retomada. A perda recente da confiança empresarial sugere algum grau de incerteza quanto ao dinamismo da recuperação do setor, embora na margem haja sinais de reversão do movimento de recuo da confiança.

Em relação ao setor de serviços, estima-se que a atividade tenha crescido no trimestre encerrado em outubro, em relação ao encerrado em julho, segundo projeções para a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS),

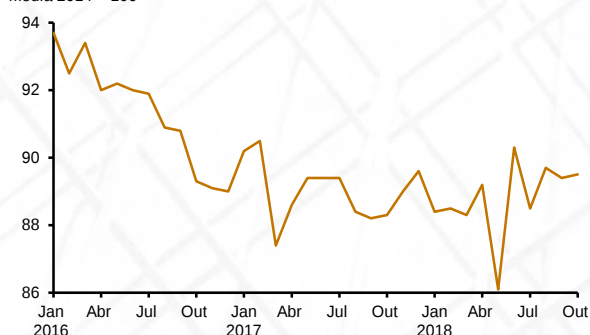
3/ Como ressaltado no Relatório de Inflação anterior, as comparações trimestrais de estatísticas do setor real foram expressivamente influenciadas pelos impactos da paralisação no setor de transporte de cargas, em maio. Portanto, utilizaram-se comparações bimestrais para buscar isolar os efeitos temporários do evento, análogo ao critério utilizado na edição anterior.

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

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

Gráfico 1.9 – Índice de volume de serviços^{1/}

Média 2014 = 100



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

* Com projeção para o dado de outubro.

do IBGE.⁶ A expansão projetada deve ser liderada pelo crescimento nos segmentos de transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios, significativamente afetados pela paralisação ocorrida em maio. Considerando a projeção para o bimestre encerrado em outubro, o volume do setor de serviços estaria ligeiramente acima do bimestre finalizado em agosto e em patamar superior ao observado no bimestre anterior à paralisação ocorrida em maio.

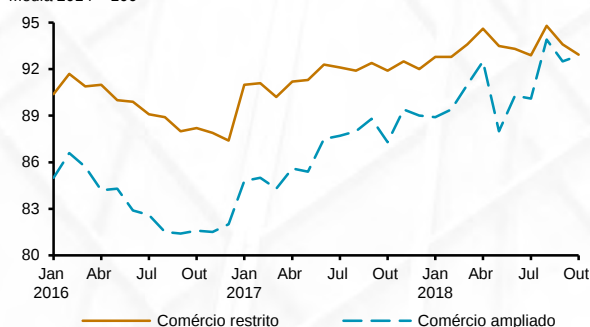
No âmbito da demanda, o consumo das famílias acelerou no terceiro trimestre em relação ao segundo, refletindo o aumento da massa salarial real, a expansão do crédito às famílias, a liberação extraordinária de recursos do Programa de Integração Social (PIS)/ Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (Pasep)⁷ e a base deprimida do trimestre anterior. A continuidade da recuperação moderada do mercado de trabalho bem como a expansão do crédito sugerem manutenção da trajetória ascendente do consumo, tendência ratificada por estatísticas recentes das vendas e pelo avanço da confiança do consumidor.

No trimestre encerrado em outubro, estima-se que o volume de vendas do comércio ampliado tenha registrado avanço em relação ao terminado em julho, quando recuara 1,6%, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE.⁸ Entre os segmentos que compõem a pesquisa, destaque-se o dinamismo no segmento de veículo, que deve apresentar a maior contribuição para a evolução trimestral do indicador. Projeta-se elevação mais modesta das vendas no conceito varejista restrito, que exclui os segmentos automobilístico e de materiais de construção, após recuo de 0,5%, mantida a base de comparação.

Indicadores coincidentes sugerem que as vendas mantiveram desempenho positivo em período recente. De acordo com a Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), as vendas de automóveis e comerciais leves avançaram 5,2% no trimestre encerrado em novembro. O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio – de abrangência nacional e construído a partir de

Gráfico 1.10 – Índice de volume de vendas^{1/}

Média 2014 = 100



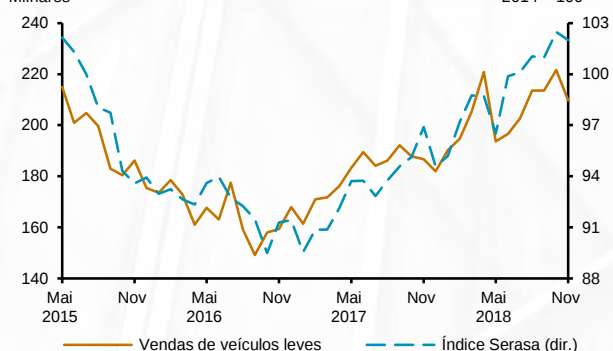
Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

* Com projeção para o dado de outubro.

Gráfico 1.11 – Vendas de veículos e índice Serasa^{1/}

Milhares



Fontes: Fenabreve e Serasa

1/ Série com ajuste sazonal.

6/ A divulgação da PMS, referente ao mês de outubro, ocorreu após a data de corte deste Relatório de Inflação. Portanto, utilizou-se projeção para o resultado do mês com base em indicadores coincidentes.

7/ Entre outubro de 2017 e setembro de 2018, o governo flexibilizou os saques de quotas do PIS/Pasep, beneficiando 16,6 milhões de trabalhadores, que resgataram R\$ 18,6 bilhões de um total de R\$ 42,2 bilhões disponibilizados. Do volume total sacado, R\$ 12 bilhões foram retirados no terceiro trimestre deste ano, dos quais R\$ 6,7 bilhões foram creditados diretamente nas contas dos correntistas.

8/ Assim como a PMS, a Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) relativa a outubro também foi divulgada após a data de corte deste Relatório de Inflação.

consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa – cresceu 1,5% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, quando crescera 2,4%, nesse tipo de comparação.

A trajetória recente do comércio varejista foi influenciada pelo desempenho das vendas no período de *Black Friday*. Segundo o Índice Cielo do Varejo Ampliado (ICVA), as transações realizadas nas lojas físicas e digitais, nessa ocasião, aumentaram 11,2% em relação ao mesmo período de 2017.

Gráfico 1.12 – Índices de confiança^{1/}

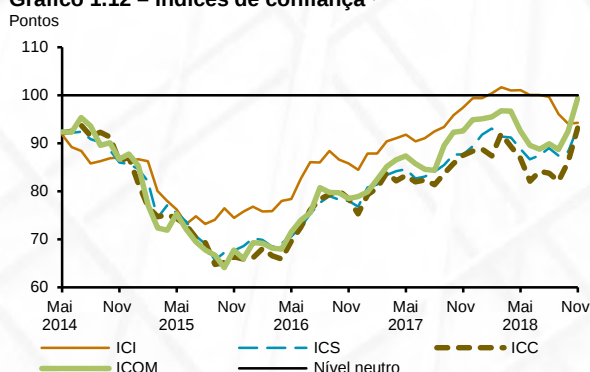
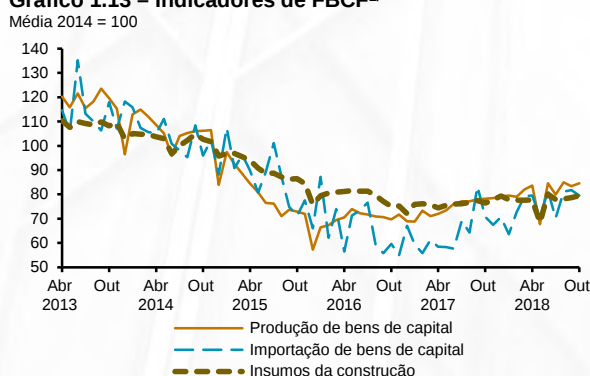


Gráfico 1.13 – Indicadores de FBCF^{1/}



A evolução dos Índices de Confiança do Consumidor (ICC) e de Confiança do Comércio Ampliado (ICOM), ambos da FGV, reforçam as perspectivas positivas para o setor nos próximos meses. Ambos registraram crescimento significativo no trimestre finalizado em novembro, em relação ao terminado em agosto, com avanços nos componentes relativos às avaliações sobre a situação atual e sobre expectativas em relação aos próximos seis meses. A trajetória é semelhante para o indicador de confiança dos empresários de serviços.

Em relação ao investimento, indicadores mensais divulgados recentemente sugerem continuidade do movimento de recuperação, após a expressiva expansão registrada no terceiro trimestre, no âmbito das Contas Nacionais⁹. A produção de insumos típicos da indústria de construção cresceu 1,4% no bimestre encerrado em outubro em relação ao terminado em agosto. A importação e a produção de bens de capital, que continuam indicando tendência de recuperação da absorção de máquinas e equipamentos, avançaram, respectivamente, 6,6% e 1,9%, nessa mesma base de comparação.¹⁰

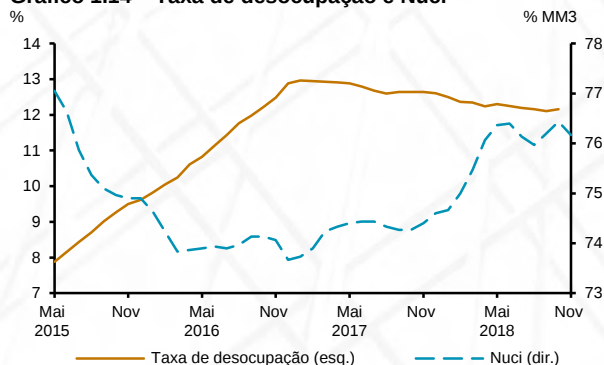
Se por um lado a recuperação ainda incipiente do mercado imobiliário – dado o nível elevado de estoque de imóveis residenciais e comerciais – e as restrições fiscais ao investimento do setor público comprometem reação mais vigorosa do investimento, por outro, a recente redução dos prêmios de risco e o avanço das expectativas de empresários, particularmente no setor de construção, sinalizam melhora nos meses subsequentes.

A economia segue operando com elevado nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido

9/ Conforme já mencionado em nota anterior, o crescimento da FBCF no terceiro trimestre refletiu, em parte, importações de equipamentos para extração de petróleo no âmbito do Repetro.

10/ As importações de bens de capital, nessa comparação, excluem importação de equipamentos para extração de petróleo e evento extraordinário ocorrido em junho de 2016.

Gráfico 1.14 – Taxa de desocupação e Nuci^{1/}



Fontes: IBGE e FGV

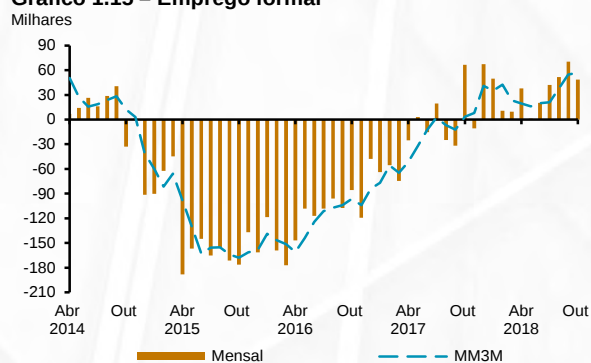
1/ Séries com ajuste sazonal.

nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e na taxa de desocupação, apesar das suas trajetórias de recuperação gradual.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação, medido pela FGV, atingiu 76,2% no trimestre finalizado em novembro, considerando-se dados dessazonalizados, 0,2 p.p. acima do trimestre encerrado em agosto. O indicador, entretanto, permanece em patamar abaixo da sua média histórica (80,2%).

O mercado de trabalho persiste em trajetória de recuperação gradual, em linha com a evolução da atividade econômica. A taxa de desocupação, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE, situou-se em 11,7% no trimestre finalizado em outubro, 0,5 p.p. abaixo da registrada no mesmo período do ano anterior, resultado dos aumentos de 1,5% da população ocupada e de 0,9% da força de trabalho. Considerando dados isentos de sazonalidade¹¹, a taxa de desocupação ficou estável, em 12,2% entre os trimestres encerrados em julho e outubro, refletindo expansões de mesma magnitude (0,9%) da população ocupada e da força de trabalho. Categorias nas quais predominam relações mais informais de trabalho voltaram a impulsionar a geração de ocupações no trimestre agosto-outubro, com destaque para o aumento do número de empregados sem carteira, 2,9%; e de empregados por conta-própria, 2,1%. Na mesma base de comparação, o contingente de empregados com carteira contraiu 0,3%, após variação de 0,2% no trimestre anterior.

Gráfico 1.15 – Emprego formal^{1/}



Fonte: Ministério do Trabalho

1/ Dados dessazonalizados.

Estatísticas do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho, indicaram maior dinamismo na retomada do emprego formal em período recente. O Caged registrou geração líquida de 305,5 mil postos formais no trimestre terminado em outubro (146,4 mil no período equivalente do ano anterior).¹² Desse montante, 13,1 mil se enquadram na categoria de trabalho intermitente, recentemente criada com as reformas na legislação trabalhista. Após remoção de efeitos sazonais, o saldo do trimestre acumulou 170,7 mil postos formais – destaque para serviços de administração de imóveis e técnicos, serviços de alojamento e alimentação, serviços médicos, odontológicos e veterinários e comércio varejista –

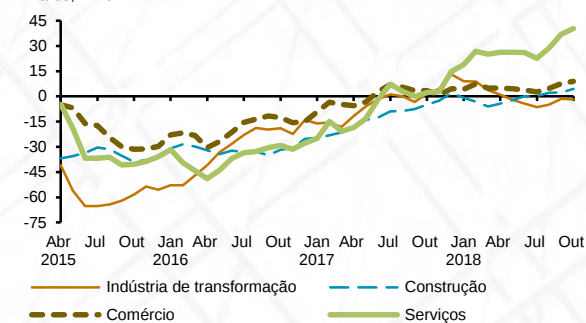
11/ Ajuste sazonal realizado pelo Banco Central.

12/ Dados sem ajuste para contemplar declarações fora do prazo.

Gráfico 1.16 – Emprego formal¹⁴

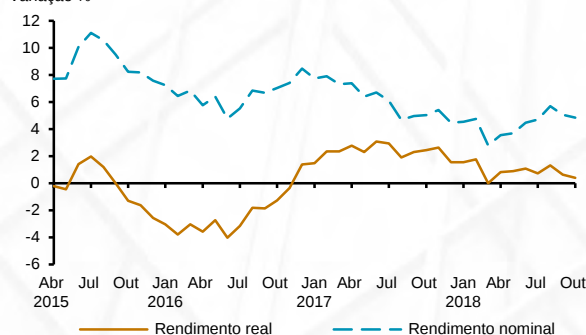
Por setor

Milhares, MM3M

Fonte: Ministério do Trabalho
1/ Dados dessazonalizados.**Gráfico 1.17 – Rendimento do trabalho**

Trimestre/Trimestre do ano anterior

Variação %



Fonte: IBGE

frente a 63,2 mil no trimestre anterior.¹³ O índice de emprego formal aumentou 0,3% no período, após variação de 0,1% no trimestre precedente, considerada a série com ajuste sazonal.

A continuidade da recuperação da atividade econômica tende a favorecer o processo de retomada do mercado de trabalho em curso. Conforme discutido em boxe apresentado neste Relatório de Inflação, persistem condições para recuperação cíclica da produtividade do trabalho.¹⁴

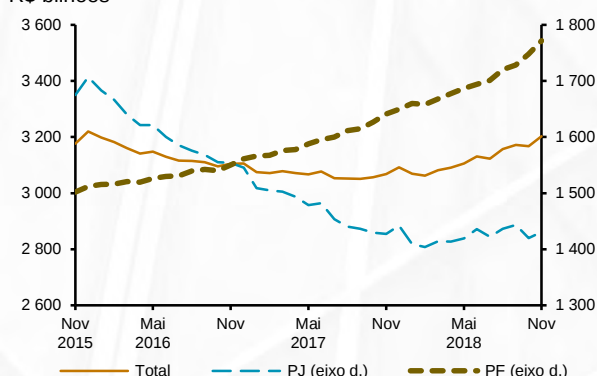
O rendimento real do trabalho, divulgado pela PNAD Contínua, recuou 0,1% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando aumentara 0,3%, segundo a série corrigida para fato atípico e fatores sazonais.¹⁵ A massa real de salários elevou-se 0,7% no trimestre julho-outubro (0,7% no trimestre anterior), com a expansão da população ocupada mais do que compensando o decréscimo do rendimento médio. Em doze meses, a massa real cresceu 3,0%, repercutindo variações de 1,6% e 1,4% da população ocupada remunerada e do rendimento médio real, respectivamente. Como analisado em boxe deste Relatório de Inflação, a evolução do rendimento tem sido favorecida pela melhora qualitativa do grau de instrução da população ocupada.¹⁶ Essa melhora qualitativa reforça a expectativa de aumentos de produtividade em cenário de retomada da atividade econômica.

Crédito

O mercado de crédito manteve a trajetória de crescimento no trimestre encerrado em novembro¹⁷. O saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) cresceu 1,5% no período, em relação ao trimestre anterior, influenciado, principalmente, pelos incrementos dos empréstimos com recursos livres concedidos por instituições privadas. Os saldos de crédito com recursos livres às pessoas físicas e jurídicas aumentaram 3,7% e 2,3%, respectivamente. No segmento de pessoas físicas, cabe destacar a continuidade do crescimento das

Gráfico 1.18 – Saldo das operações de crédito

R\$ bilhões



13/ Ajuste sazonal realizado pelo Banco Central.

14/ Boxe “Evolução da produtividade e do rendimento do trabalho” deste Relatório de Inflação.

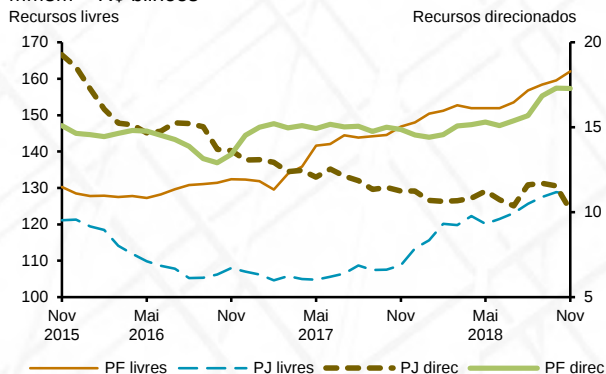
15/ O fato atípico refere-se a indivíduo com domicílio em bairro de baixa renda e rendimento mensal informado de R\$1 milhão, que permaneceu na amostra da PNAD Contínua entre dezembro de 2016 e dezembro de 2017, afetando a evolução da série de rendimento médio; ajuste sazonal realizado pelo Banco Central.

16/ Boxe “Condicionantes da evolução recente do rendimento do trabalho” deste Relatório de Inflação.

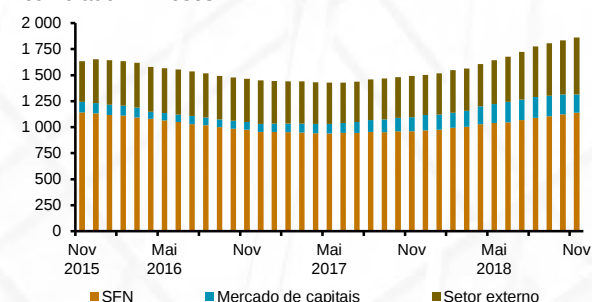
17/ Nesta seção, a análise, bem como os gráficos apresentados, considerou dados estimados para novembro de 2018.

Gráfico 1.19 – Concessões dessazonalizadas

MM3M – R\$ bilhões

**Gráfico 1.20 – Captações PJ (R\$ bilhões) ^{1/}**

Acumulado 12 meses



Fonte: Anbima

^{1/} SFN – exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.

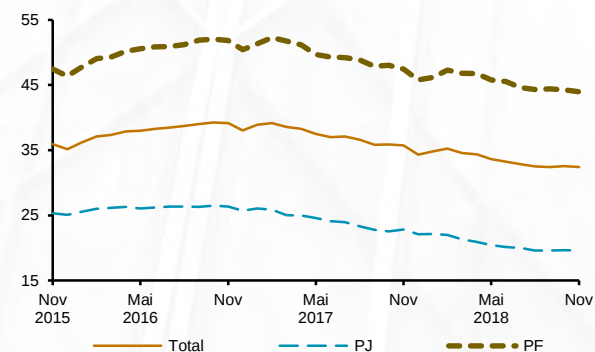
Mercado de capitais – considera debêntures, notas promissórias e ações.

S. externo – inclui emprést./títulos de empresas não financ. e op. interícia.

Gráfico 1.21 – Indicador de Custo de Crédito (ICC)

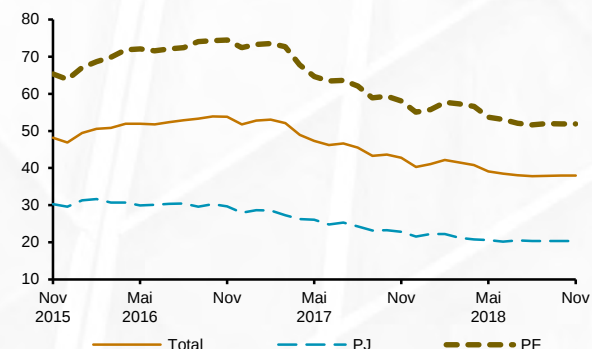
Recursos livres

% a.a.

**Gráfico 1.22 – Taxas de juros**

Recursos livres

% a.a.



operações de cartão de crédito e de aquisição de veículos, impulsionadas pela recuperação gradual da atividade econômica. Para pessoas jurídicas, ressaltam-se as elevações das carteiras de capital de giro, conta garantida e desconto de duplicatas e recebíveis.

O crescimento das concessões de crédito, dessazonalizadas, desacelerou para 2,7% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao trimestre anterior, quando registrara 4,1%. Observaram-se variações de 2,9% das concessões com recursos livres, com aumentos de 3,3% e 2,1% nos novos empréstimos para pessoas físicas e jurídicas, respectivamente. As concessões com recursos direcionados recuaram 0,2%, com maior dinamismo das operações com pessoas físicas, contrastando com o recuo expressivo (-12,7%) nas concessões para pessoas jurídicas. Conforme analisado em boxe neste Relatório de Inflação e em boxes apresentados em edições anteriores, o dinamismo do financiamento às empresas com recursos direcionados no SFN segue influenciado pela migração das captações para os mercados de capitais doméstico e externo.¹⁸

O Indicador do Custo de Crédito (ICC), que mede o custo médio das operações de crédito em aberto, independentemente da data de contratação, apresentou relativa estabilidade no trimestre encerrado em novembro. Nas operações com recursos livres e direcionados, o indicador registrou 32,4% a.a. e 8,7% a.a., respectivamente, com variação de -0,1 p.p. para ambos os segmentos no trimestre encerrado em novembro.

A taxa média de juros das novas operações de crédito do SFN avançou 0,1 p.p. no trimestre encerrado em novembro, interrompendo a sequência de quedas verificadas nos trimestres encerrados em maio (-2,0 p.p.) e agosto (-0,5 p.p.) deste ano. Observou-se variação de 0,1 p.p. no segmento de pessoas físicas e estabilidade para pessoas jurídicas. Nas operações com recursos livres, as taxas médias de juros dos segmentos de pessoas físicas e jurídicas atingiram, respectivamente, 51,6% a.a. (estabilidade no trimestre) e 20,3% a.a. (-0,1 p.p. no trimestre) em novembro.

A taxa de inadimplência, consideradas as operações com atrasos superiores a 90 dias, situou-se em 3,0% em novembro – estabilidade no trimestre. Nos

18/ Ver boxe “Liquidações antecipadas de operações de crédito no SFN”, neste Relatório de Inflação, e boxe “Financiamento amplo das empresas”, do Relatório de Inflação de junho de 2018.

Gráfico 1.23 – Inadimplência^{1/}

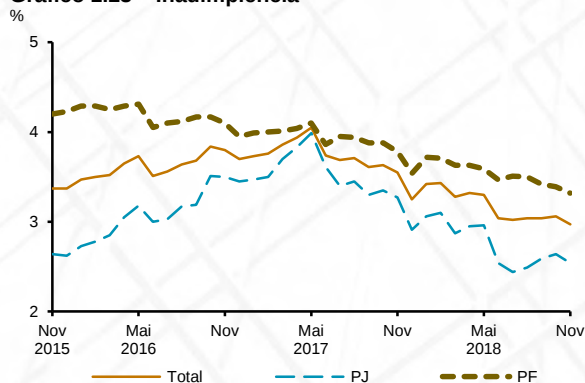
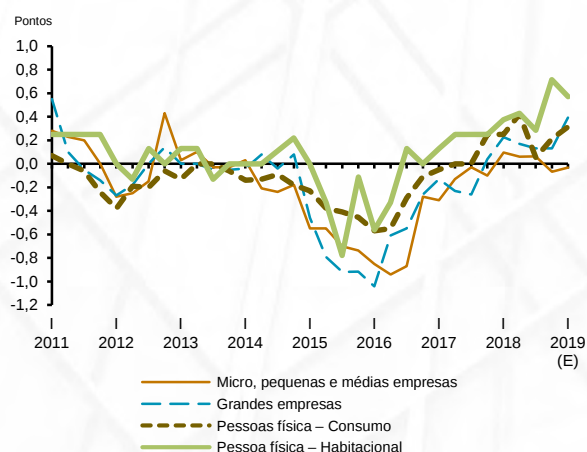


Gráfico 1.24 – Indicadores de aprovação de crédito



Obs.: (E) – Os valores do I 2019 correspondem às expectativas dos respondentes para esse trimestre. Os demais correspondem às percepções sobre a situação em cada trimestre.

empréstimos às pessoas jurídicas, o indicador atingiu 2,5% no mês, influenciado pela alta de 0,5 p.p. no segmento de recursos direcionados. Para as famílias, a inadimplência das operações seguiu tendência de queda, atingindo 3,3% em novembro (variação de -0,2 p.p. no trimestre), o menor valor da série histórica.

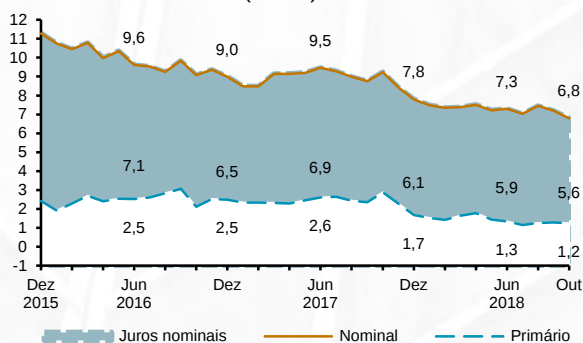
Para 2019, projeta-se crescimento de 6,0% para o saldo de crédito do SFN. No segmento de pessoas físicas, estima-se alta de 7,0% do estoque de empréstimos, em linha com a aceleração do consumo das famílias. Para pessoas jurídicas, projeta-se expansão de 5,0%, influenciada, entre outros fatores, pela continuidade do processo de captação de recursos por parte das empresas nos mercados externo e de capitais em substituição aos recursos do SFN. Consideradas por fonte de recursos, estimam-se aumentos de 10,5% da carteira de crédito livre e de 1,0% da carteira de empréstimos no segmento de direcionados.

Dados da última Pesquisa Trimestral sobre Condições de Crédito (PTC), realizada entre 3 e 12 de dezembro de 2018 com instituições financeiras, indicam continuidade da recuperação do crédito. Para o primeiro trimestre de 2019, a expectativa é de aumento do volume de novas concessões de crédito para os segmentos de pessoas físicas (consumo e habitacional) e grandes empresas. Para o segmento de micro, pequenas e médias empresas, a expectativa é de manutenção do ritmo de concessões.

Fiscal

Gráfico 1.25 – Necessidades de Financiamento do Setor Público

Acumulado em 12 meses (% PIB)



O *deficit* primário do setor público consolidado nos dez primeiros meses de 2018 recuou para R\$51,5 bilhões, ante R\$77,4 bilhões no mesmo período de 2017. O movimento repercutiu, principalmente, o menor *deficit* do governo central (R\$66,3 bilhões, ante R\$95,9 bilhões). Os governos regionais e as empresas estatais alcançaram *superavit* de R\$10,9 bilhões e R\$4,0 bilhões, respectivamente.

A redução de R\$29,6 bilhões no *deficit* primário do governo central no período refletiu o aumento de R\$42,7 bilhões no *superavit* acumulado do Governo Federal (R\$102,6 bilhões, ante R\$59,9 bilhões em 2017), mais do que compensando a ampliação do *deficit* do INSS. Pela ótica das receitas e despesas, houve o aumento de R\$90,1 bilhões nas receitas

Tabela 1.2 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado no ano até outubro

Segmento	R\$ bilhões		
	2016	2017	2018
Governo Central	55,3	95,9	66,3
d/q Governo Federal	-69,2	-59,9	-102,6
d/q INSS	123,9	155,2	168,1
Governos regionais	-10,3	-18,0	-10,9
Empresas estatais	0,9	-0,6	-4,0
Total	45,9	77,4	51,5

líquidas e o saque de R\$4,0 bilhões em recursos do Fundo Soberano do Brasil, fluxos que, conjuntamente, se sobrepuseram à elevação de R\$61,9 bilhões nas despesas primárias.

No acumulado de janeiro a outubro de 2018, as receitas líquidas do governo central registraram alta interanual de 6,0%, em termos reais, ante o mesmo período do ano anterior, com destaque para o crescimento real de 5,8% da arrecadação das receitas administradas pela Receita Federal do Brasil (RFB). Registre-se que a expansão das receitas líquidas decorreu tanto do ciclo de retomada da atividade quanto de fatores não recorrentes, notadamente da majoração das alíquotas do PIS/Cofins sobre combustíveis e dos parcelamentos especiais no contexto dos programas de renegociação de dívidas.¹⁹ Do lado das receitas não administradas pela RFB, observou-se alta real de 21,5%, em parte refletindo arrecadação da cota-parte de compensações financeiras e de concessões e permissões.²⁰

A elevação real interanual de 2,3% da despesa total repercutiu, a preços constantes de outubro de 2018, o crescimento de R\$20,1 bilhões dos gastos discricionários, de R\$7,7 bilhões no pagamento de benefícios previdenciários e de R\$2,3 bilhões com pessoal e encargos sociais no período. Esses movimentos, somados, superaram amplamente o recuo de R\$4,8 bilhões observado em outras despesas obrigatórias.

Considerado o acumulado em doze meses, o *deficit* primário do setor público consolidado alcançou R\$84,8 bilhões em outubro, equivalentes a 1,2% do PIB, ante R\$110,6 bilhões em dezembro de 2017 (1,7% do PIB). As metas indicativas para o governo central e para o setor público consolidado, estabelecidas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), são de *deficit* de R\$159 bilhões e R\$161,3 bilhões, respectivamente.²¹ O Decreto nº 9.590, de 29 de novembro de 2018, estima que o resultado primário do governo central atenderá à meta estabelecida.

O resultado de juros nominais apropriados pelo setor público atingiu R\$317,2 bilhões nos dez primeiros

19/ O Decreto nº 9.101, de 20 de julho de 2017, aumentou as alíquotas do PIS/Cofins incidentes sobre os combustíveis, com impacto na arrecadação em comparação ao mesmo período do ano anterior. Os parcelamentos especiais referem-se aos programas de regularização tributária instituídos pela Receita Federal.

20/ A cota-parte de compensações financeiras é o item de receita que computa a arrecadação com exploração de petróleo e gás, influenciada pela dinâmica recente do câmbio e do preço do petróleo no mercado internacional. Com relação às concessões e permissões, cabe destacar que em 2017 estas concentraram-se no último bimestre do ano.

21/ Lei nº 13.473, de 8 de agosto de 2017, com redação dada pela Lei nº 13.480, de 13 de setembro de 2017.

meses de 2018, ante R\$338,4 bilhões em período correspondente do ano anterior. A redução refletiu, principalmente, a queda da taxa Selic e a manutenção da inflação ao consumidor em patamar relativamente baixo. A taxa de juros implícita da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) seguiu em trajetória de queda, alcançando 11,7% quando acumulada em doze meses até outubro, movimento em linha com a evolução da política monetária. Conforme boxe presente neste Relatório de Inflação, a diminuição dos juros nominais apropriados está associada, ainda, aos efeitos fiscais decorrentes dos pagamentos antecipados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), no âmbito dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional, e à redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).²²

Os indicadores de endividamento, do setor público como proporção do PIB, seguem em trajetória ascendente. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), que inclui Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e municipais, atingiu R\$5.231,4 bilhões (76,5% do PIB) em outubro, exibindo crescimento de 2,5 p.p. do PIB em 2018, com destaque para as contribuições dos juros nominais apropriados (5,1 p.p. do PIB) e dos ajustes cambiais sobre a dívida bruta (0,5 p.p. do PIB), compensadas parcialmente pelo efeito de crescimento do PIB nominal (-3,0 p.p.). A DLSP totalizou R\$3.642,5 bilhões (53,3% do PIB) em outubro de 2018, elevando-se 1,7 p.p. do PIB no ano.

Conforme enfatizado em outros instrumentos de comunicação do Banco Central, a interrupção da trajetória ascendente da dívida pública depende fundamentalmente do avanço do processo de reformas estruturais e de ajustes no âmbito da gestão fiscal.

Demanda externa e Balanço de Pagamentos

A análise desta seção considerou estimativas para os dados do balanço de pagamentos de novembro deste ano. Com base nessas estimativas, as transações correntes registraram *deficit* de US\$12,2 bilhões no período de janeiro a novembro deste ano, ante *deficit* de US\$3,6 bilhões em igual período

22/ Boxe "Créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES: impactos sobre a despesa com juros e a evolução da taxa de juros implícita da DLSP".

Tabela 1.3 – Balanço de Pagamentos

Período	US\$ bilhões				
	2017			2018	
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov*	Jan- nov*
Transações correntes	-2,2	-3,6	-5,5	-0,8	-12,2
Balanço comercial	3,2	59,4	64,0	3,6	47,4
Exportações	16,6	199,7	217,2	21,0	219,6
Importações	13,4	140,3	153,2	17,4	172,2
Serviços	-3,1	-30,2	-33,9	-2,7	-30,7
dos quais: viagens	-1,1	-12,1	-13,2	-0,9	-11,4
dos quais: transportes	-0,5	-4,4	-5,0	-0,6	-5,7
dos quais: aluguel de equip.	-1,5	-15,1	-16,8	-1,4	-13,4
Renda primária	-2,4	-34,9	-38,3	-1,8	-31,1
dos quais: juros	-1,3	-20,6	-22,8	-0,9	-15,9
dos quais: lucros e dividendos	-1,2	-14,5	-15,8	-1,0	-15,4
Renda secundária	0,1	2,1	2,6	0,1	2,3
Conta capital	0,0	0,4	0,4	-	0,4
Conta financeira	-1,0	3,5	1,3	-5,0	-7,8
Investim. ativos ^{1/}	4,2	62,6	68,2	5,5	59,0
Inv. direto no exterior	0,3	15,1	19,4	2,0	10,4
Inv. carteira	1,1	13,2	12,4	-0,2	2,9
Outros investimentos	2,8	34,3	36,5	3,7	45,7
dos quais: ativos de bancos	-1,3	-8,8	-8,6	-6,0	-9,5
Investim. passivos	5,8	71,8	72,7	7,2	79,9
IDP	4,6	65,6	68,5	10,3	77,8
Participação no capital	4,8	57,8	64,0	5,9	51,8
Operação intercompanhia	-0,2	7,8	4,5	4,4	26,1
Ações totais ^{2/}	-0,1	2,9	5,7	-1,8	-3,7
Títulos no país	0,7	0,7	-5,1	-3,9	-2,0
Emprést. e tít. LP ^{3/}	-2,3	-9,2	-5,7	-0,9	-5,9
Crédito comercial e outros ^{4/}	2,9	11,8	9,3	3,6	13,8
Derivativos	0,0	0,1	0,7	0,7	2,5
Ativos de reserva	0,6	12,5	5,1	-1,4	10,6
Erros e omissões	1,1	6,7	6,4	-4,2	4,0
Memo:					
Transações correntes/PIB (%)			-0,3		
IDP/PIB (%)			3,3		
Taxa de rolagem (%)	88,8	97,9	97,1	104,0	92,6

* Dados estimados

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

2/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior e fundos.

3/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

4/ Inclui empréstimos e títulos de curto prazo.

de 2017. A evolução repercutiu, principalmente, a redução no saldo do balanço comercial, influenciado pelas operações de plataformas para exploração de petróleo no âmbito do Repetro²³. Nos doze meses acumulados até novembro, o *deficit* em transações correntes situou-se em 0,7% do PIB, comparativamente a 0,4% do PIB em novembro de 2017. De acordo com boxe apresentado neste Relatório de Inflação, estima-se que o *deficit* em conta corrente atingirá 0,9% do PIB em dezembro deste ano.²⁴ Descontando as operações com plataformas no âmbito do Repetro, as transações correntes teriam alcançado *deficit* de US\$8,3 bilhões no acumulado do ano até novembro, correspondentes a 0,5% do PIB. Para 2018, com esse desconto, a previsão de *deficit* nas contas correntes passa de 0,9% do PIB para 0,7% do PIB.

Estima-se que o saldo do balanço comercial tenha totalizado US\$47,4 bilhões no acumulado do ano até novembro, recuando US\$12,0 bilhões (-20,2%) em relação ao mesmo período de 2017. O movimento do comércio de bens ao longo do ano repercutiu, sobretudo, o avanço de 22,8% nas importações, em linha com a continuidade do processo de recuperação da atividade econômica, com ênfase nas compras de bens intermediários e de capital, incluindo plataformas para exploração de petróleo no âmbito do Repetro. Projeta-se que as exportações tenham somado US\$219,6 bilhões, 10,0% acima do registrado no mesmo período de 2017, destacando-se o crescimento das vendas de produtos básicos e manufaturados, notadamente soja, petróleo e plataformas para exploração de petróleo. Descontando as operações com plataformas no âmbito do Repetro, o balanço comercial registraria *superavit* de US\$51,2 bilhões nos onze primeiros meses do ano, com recuo de 12,4% no saldo em relação ao mesmo período no ano passado. As exportações e importações, por sua vez, atingiriam US\$213,9 bilhões e US\$162,7 bilhões no mesmo período, respectivamente – expansões de 7,6% e 16,0%, na ordem.

Estima-se que o saldo da conta de serviços tenha crescido, na comparação interanual, 1,8% no acumulado dos onze primeiros meses do ano. Houve comportamentos distintos nos principais movimentos

23/ A Lei nº 13.586/2017 instituiu alterações no tratamento tributário dispendido aos investimentos feitos no setor de óleo e gás, mudando a forma de aquisição de equipamentos de pesquisa e exploração de petróleo e gás natural pelas empresas do setor, o que trará impacto sobre as importações brasileiras. As estatísticas de importação de bens, que têm como principal fonte as informações de comércio internacional divulgadas pela Secretaria de Comércio Exterior (Secex), são sensibilizadas pela transferência de propriedade de bens destinados à exploração e produção de petróleo e gás natural, de empresa não residente para residente.

24/ Para detalhamento da projeção do balanço de pagamentos, ver boxe “Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2018 e 2019”.

observados nos itens dessa conta. Contribuiu de forma destacada para ampliar o *deficit*, o incremento dos gastos líquidos em transportes (29,0%), dado o fortalecimento da corrente de comércio e a elevação do preço dos combustíveis. Em sentido contrário, as contas de viagens e de aluguel de equipamentos apresentaram reduções respectivas de 5,3% e de 11,2% em igual período, influenciadas pelo comportamento da taxa de câmbio e pelo Repetro.

O *deficit* em renda primária atingiu US\$31,1 bilhões nos onze primeiros meses do ano, redução de 10,7% em relação ao mesmo período de 2017. Esse comportamento refletiu menores despesas líquidas de juros, influenciada, principalmente, pela maior receita da remuneração das reservas internacionais, que vem aumentando em resposta ao aperto monetário em algumas economias avançadas.

O ingresso líquido de investimento direto no país alcançou US\$77,8 bilhões no acumulado do ano até novembro, projetando-se o fluxo para esse último mês, ante US\$65,6 bilhões em igual período do ano anterior. Cabe destacar que a composição dos ingressos líquidos de Investimentos Diretos no País (IDP) em 2018 foi distinta da observada em 2017. As operações intercompanhia registraram crescimento nos ingressos líquidos de 235,1%, com destaque para os setores extrativo mineral e de óleo e gás, no âmbito do financiamento de importações de plataformas previstas com as mudanças no Repetro. A participação no capital apresentou redução de 10,4% em igual período. Considerado em doze meses, o IDP atingiu US\$80,7 bilhões (4,3% do PIB) em novembro, superando largamente o *deficit* em transações correntes do período (0,7% do PIB). Importa mencionar que, descontando a contrapartida das operações com plataformas no âmbito do Repetro, o IDP teria atingido US\$69,5 bilhões no acumulado do ano até novembro. As operações intercompanhia, por sua vez, cresceriam 128,4%.

Ainda considerando valores estimados para novembro, os investimentos estrangeiros em ações, fundos e títulos negociados no país registraram *deficit* de US\$5,7 bilhões no acumulado do ano, montante inferior ao observado no mesmo período de 2017 (*superavit* de US\$3,6 bilhões), influenciados pelo cenário externo mais desafiador, com diminuição do apetite ao risco em relação a economias emergentes.

O crédito externo de longo prazo, considerando operações de títulos e empréstimos diretos do setor

privado no mercado internacional, proporcionou desembolsos de US\$44,4 bilhões entre janeiro e novembro deste ano, resultando em taxa de rolagem de 92,6%, inferior ao patamar de 97,9% verificado em igual período de 2017.

Indicadores de vulnerabilidade externa seguem evidenciando situação confortável. A relação entre o estoque de reservas internacionais e os vencimentos de dívida externa em doze meses atingiu 393,1% em novembro (364,6% em dezembro de 2017). O estoque de reservas internacionais, por sua vez, alcançou 19,8% do PIB em novembro, montante equivalente a 25 meses de importações de bens.

Gráfico 1.26 – Evolução do IPCA

Variação %

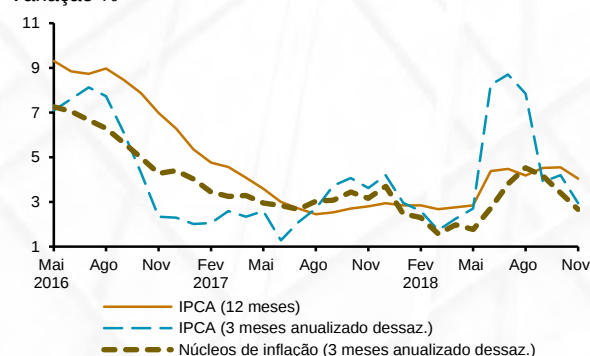


Gráfico 1.27 – Preços ao produtor – IPA-DI

Variação % em 3 meses

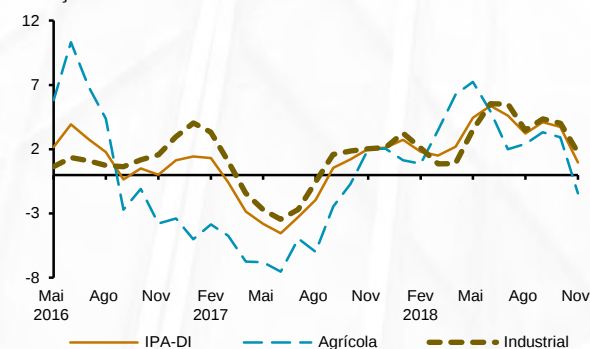
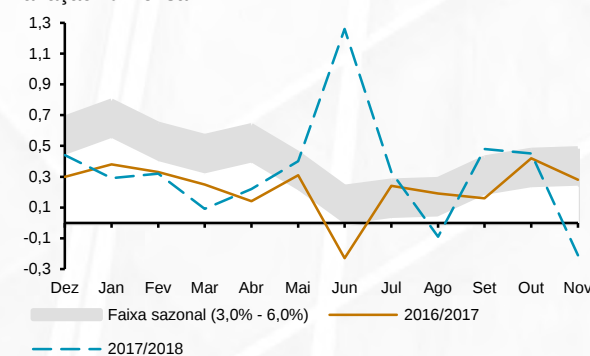


Gráfico 1.28 – IPCA – Padrão sazonal

Variação % mensal



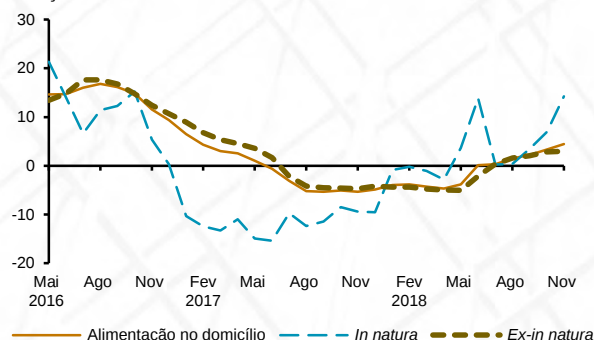
1.3 Inflação e expectativas de mercado

A inflação ao consumidor no trimestre encerrado em novembro retornou a patamar compatível com a meta de inflação, após alta expressiva no trimestre anterior, quando houve impactos da paralisação no setor de transporte de cargas e da depreciação cambial. A desaceleração recente refletiu a evolução favorável de fatores de maior volatilidade ou incerteza – como a taxa de câmbio e o sistema de bandeiras tarifárias – além da continuidade do elevado grau de ociosidade dos fatores de produção e da ancoragem das expectativas de inflação. As medidas de inflação subjacente recuaram no trimestre, a despeito de pressão do grupo alimentação no domicílio, motivada por eventos climáticos e pela sazonalidade.

Índices de preços

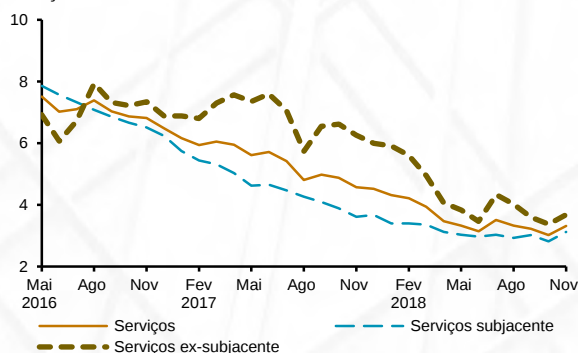
O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-DI) desacelerou no trimestre finalizado em novembro, o que tende a contribuir para a continuidade do comportamento favorável da inflação ao consumidor no curto prazo. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) variou 0,97% nos três meses encerrados em novembro, ante 3,21% no trimestre anterior, acumulando alta de 10,82% em doze meses. Houve reversão, de 2,40% para -1,42%, na variação dos preços agropecuários, repercutindo a queda nos preços de aves e de *commodities* como milho e soja, além do recuo sazonal do preço do leite *in natura*. Os preços de produtos industriais desaceleraram

Gráfico 1.29 – IPCA – Alimentação no domicílio
Variação % em 12 meses



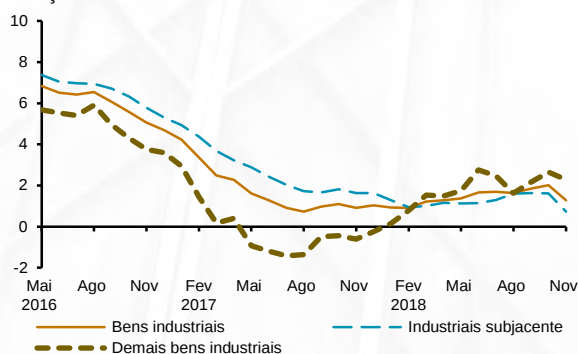
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.30 – IPCA – Serviços
Variação % em 12 meses



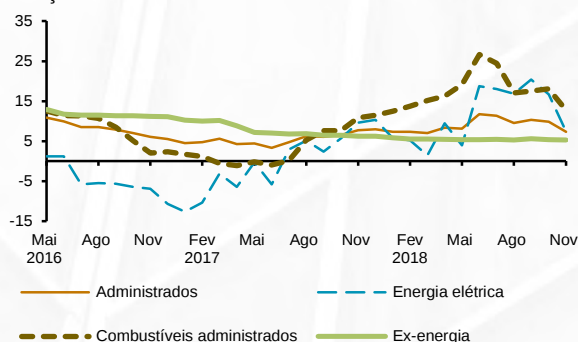
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.31 – IPCA – Bens industriais
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.32 – IPCA – Administrados
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

de 3,49% para 1,78%, com destaque para as quedas nos preços de laticínios e derivados do petróleo. A despeito da variação ainda positiva no acumulado do trimestre, o IPA-DI recuou 1,70% em novembro, refletindo, em grande parte, os efeitos do recuo nas cotações do petróleo.

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) desacelerou de 1,50% no trimestre encerrado em agosto para 0,72% em novembro, voltando a situar-se abaixo da mediana histórica compatível, para o período, com o centro da meta (0,99%).²⁵ A inflação acumulada em doze meses recuou para 4,05% em novembro, ante 4,19% em agosto.

Os preços do segmento de alimentação no domicílio subiram 1,25% nos três meses encerrados em novembro, ante alta de 1,74% no trimestre anterior. A desaceleração refletiu o comportamento dos preços de produtos alimentícios industrializados e semi-elaborados, parcialmente compensado pela aceleração nos preços de alimentos *in natura*, em meio aos efeitos de adversidades climáticas sobre a oferta desses produtos. Em doze meses, a inflação de alimentos acelerou de 1,47% em agosto para 4,44% em novembro, refletindo, além da própria elevação dos preços no trimestre, o descarte da variação de -1,62% em igual período do ano anterior.

No setor de serviços, os preços registraram alta de 0,98% no trimestre encerrado em novembro (ante 0,78% no trimestre anterior). No acumulado em doze meses, a inflação de serviços oscilou de 3,33% para 3,32%. O componente subjacente manteve-se em baixo patamar, refletindo a elevada ociosidade dos fatores de produção e as expectativas de inflação ancoradas.

Os preços dos bens industriais aumentaram 0,22% no trimestre encerrado em novembro, comparativamente a alta de 0,19% no trimestre anterior. Descontos promocionais nos segmentos de vestuário e higiene pessoal compensaram apenas parcialmente os efeitos da depreciação do câmbio sobre os preços de aparelhos eletroeletrônicos e de artigos de limpeza, além do aumento significativo do custo do etanol, em ambiente de sazonalidade desfavorável e de aumento do preço da gasolina, combustível substituto. A inflação em doze meses desse segmento passou de 1,63% em agosto

25/ Padrão sazonal obtido a partir das médias aparadas mensais, com exclusão de 20% de cada cauda, para o período de 2012 a 2017, ajustadas para que o acumulado no ano se situe em 4,5%. A faixa sazonal do gráfico 1.28 foi igualmente calculada, considerando padrão sazonal do período, ajustado para que o acumulado no ano se situe no intervalo entre 3,0% e 6,0%.

para 1,28% em novembro, com desaceleração do componente subjacente e aceleração do ex-subjacente.²⁶

Os preços administrados registraram expressiva desaceleração no trimestre finalizado em novembro ante o trimestre anterior (0,49% ante 3,53%), resultado particularmente influenciado pela queda nas tarifas de energia elétrica residencial, em função de mudança de bandeira tarifária.²⁷ No acumulado em doze meses, os preços administrados subiram 7,36% em novembro, repercutindo, principalmente, alta mais expressiva no componente energético (10,70%).

Índice de difusão e núcleos

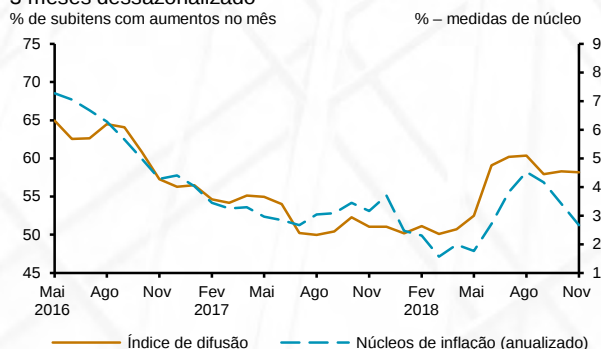
O índice de difusão, que mensura a proporção dos componentes do IPCA com variação de preços positiva, registrou média de 59,0% no trimestre encerrado em novembro, ante 55,6% no finalizado em agosto e 51,7% em igual período do ano anterior. Na série livre de efeitos sazonais, a média trimestral do índice de difusão recuou de 60,4% em agosto, quando o indicador foi sensivelmente influenciado pela paralisação no setor de transportes, para 58,2% em novembro. O patamar atual do índice de difusão, embora acima do observado no princípio de 2018, encontra-se abaixo da média histórica.²⁸

De modo geral, as medidas de núcleo de inflação, que refletem com menor intensidade fatores de caráter temporário, mostraram desaceleração no trimestre encerrado em novembro. A média dos núcleos usualmente acompanhados pelo Banco Central recuou entre agosto e novembro, sob a métrica anualizada da média móvel trimestral dessazonalizada. No acumulado em doze meses, todos os núcleos mantiveram-se relativamente estáveis.

Expectativas de mercado

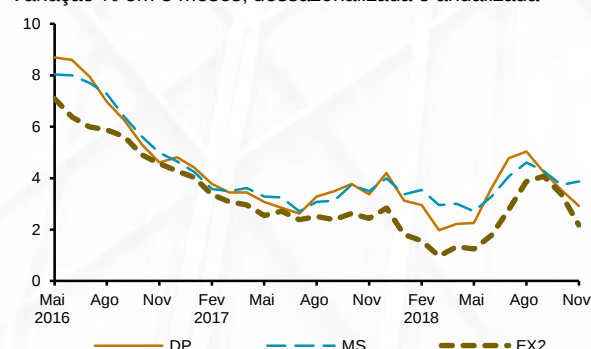
De acordo com a Pesquisa Focus, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2018

Gráfico 1.33 – Índice de difusão e núcleos de inflação
3 meses dessazonalizado



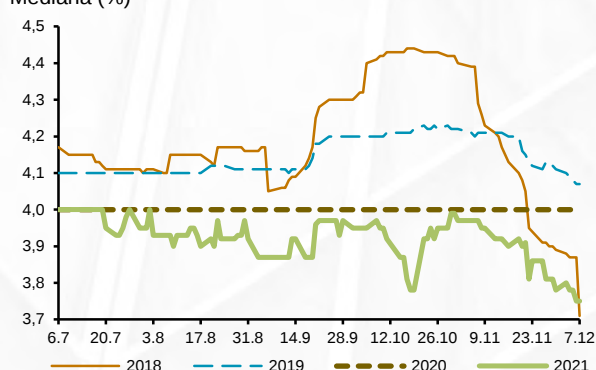
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.34 – IPCA – Núcleos de inflação
Variação % em 3 meses, dessazonalizada e anualizada



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.35 – Expectativas de mercado – IPCA
Mediana (%)



26/ A segmentação da inflação de bens industriais foi apresentada no box "Novas medidas de núcleo de inflação", publicado na edição de junho de 2018 do Relatório de Inflação.

27/ De bandeira vermelha 2 para amarela, em novembro.

28/ Entre janeiro e maio de 2018, o índice de difusão dessazonalizado registrou média de 51,7%. Já a média da série desde janeiro de 2000 situa-se em 62,7%.

Tabela 1.4 – Resumo das expectativas de mercado

	29.6.2018		28.9.2018		7.12.2018	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Em %						
IPCA	4,03	4,10	4,30	4,20	3,71	4,07
IGP-M	7,67	4,50	9,60	4,50	8,74	4,44
IPA-DI	8,58	4,50	10,62	4,50	9,92	4,20
Preços administrados	6,30	4,50	7,60	4,80	6,95	4,80
Selic (fim de período)	6,50	8,00	6,50	8,00	6,50	7,50
Selic (média do período)	6,53	7,25	6,53	7,34	6,53	6,78
PIB	1,55	2,50	1,35	2,50	1,30	2,53
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,70	3,60	3,89	3,83	3,78	3,80
Câmbio (média do período)	3,61	3,62	3,71	3,82	3,67	3,76

(continua)

Tabela 1.4 – Resumo das expectativas de mercado

(continuação)

	29.6.2018		28.9.2018		7.12.2018	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Em %						
IPCA	4,00	4,00	4,00	3,97	4,00	3,75
IGP-M	4,10	4,00	4,05	4,00	4,00	4,00
IPA-DI	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Preços administrados	4,00	4,00	4,20	4,00	4,20	4,00
Selic (fim de período)	8,00	8,00	8,19	8,00	8,00	8,00
Selic (média do período)	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
PIB	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,60	3,70	3,75	3,87	3,80	3,86
Câmbio (média do período)	3,63	3,70	3,70	3,79	3,74	3,81

recuou de 4,30% em 28 de setembro para 3,71% em 7 de dezembro. A mediana das projeções para 2019 recuou de 4,20% para 4,07%, no mesmo período. A mediana das projeções manteve-se estável em 4,00%, para 2020, e diminuiu de 3,97% para 3,75%, para 2021. Para a inflação doze meses à frente, suavizada, a mediana das previsões passou de 4,01% para 3,77%.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados em 2018 e 2019 atingiram, na ordem, 6,95% e 4,80% em 7 de dezembro (7,60% e 4,80% em 28 de setembro). A mediana das projeções manteve-se em 4,20% para 2020 e em 4,00% para 2021.

As projeções medianas para a taxa de câmbio ao final de 2018 e 2019 atingiram, na ordem, R\$3,78/US\$ e R\$3,80/US\$, em 7 de dezembro (R\$3,89/US\$ e R\$3,83/US\$, respectivamente, em 28 de setembro). Para os anos seguintes, as medianas projetadas para o câmbio passaram de R\$3,75/US\$ para R\$3,80/US\$ em 2020 e de R\$3,87/US\$ para R\$3,86/US\$ em 2021.

Projeções para crescimento do PIB em 2018 e 2019

Este boxe atualiza as projeções do Banco Central para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2018 e 2019.

Revisão da projeção para 2018

A projeção para o crescimento do PIB em 2018 foi revisada de 1,4%, no Relatório de Inflação de setembro, para 1,3%. Esse ajuste na projeção repercute os resultados das Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o terceiro trimestre do ano, da revisão da série histórica do PIB e de estatísticas setoriais disponíveis para o trimestre em curso.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %	
	2017 IV Tr	2018 IV Tr ^{1/}
Agropecuária	12,5	0,6
Indústria	-0,5	0,6
Extrativa mineral	4,2	1,1
Transformação	1,7	1,6
Construção civil	-7,5	-2,4
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	1,0	1,4
Serviços	0,5	1,4
Comércio	2,1	2,5
Transporte, armazenagem e correio	1,2	2,2
Serviços de informação	-1,0	-0,3
Interm. financeira e serviços relacionados	-1,6	0,8
Outros serviços	0,7	1,1
Atividades imobiliárias e aluguel	1,2	3,0
Administração, saúde e educação públicas	-0,2	0,3
Valor adicionado a preços básicos	1,0	1,2
Impostos sobre produtos	1,5	1,8
PIB a preços de mercado	1,1	1,3
Consumo das famílias	1,4	1,9
Consumo do governo	-0,9	0,2
Formação Bruta de Capital Fixo	-2,5	4,8
Exportação	5,2	4,1
Importação	5,0	10,1

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

A produção agropecuária deverá crescer 0,6%, ante estimativa anterior de 1,5%, em linha com projeções atualizadas para a produção de grãos e com as revisões das contas trimestrais. A projeção para o desempenho da atividade industrial passou de 1,3% para 0,6%, refletindo reduções nas projeções para a indústria de transformação (de 2,2% para 1,6%), produção e distribuição de eletricidade, gás e água (de 2,3% para 1,4%) e construção civil (de -1,0% para -2,4), essa última bastante influenciada pela revisão na série histórica.

A projeção para o crescimento do setor de serviços aumentou de 1,3% para 1,4%, com elevações nas projeções para comércio (de 2,3% para 2,5%), serviços de informação (de -0,7% para -0,3%) e atividades imobiliárias e aluguel (de 2,5% para 3,0%) e redução na previsão para outros serviços (de 1,3% para 1,1%).

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, houve diminuição na projeção de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), de 5,5% para 4,8%, em parte compensada por elevações nas previsões para o consumo das famílias (de 1,8% para 1,9%) e do governo (de -0,3% para 0,2%).

Em relação aos componentes externos da demanda agregada, o crescimento anual das exportações foi revisto de 3,3% para 4,1%, devido, principalmente, a novas exportações fictas de equipamentos para a indústria de petróleo e gás. A projeção para as importações permaneceu estável (10,1% ante 10,2% no Relatório de Inflação anterior).

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2018 é estimada em 1,9 p.p. e a do setor externo, em -0,7 p.p.¹

Projeção do PIB para 2019

A projeção para o crescimento do PIB em 2019 foi mantida em 2,4%, em linha com a perspectiva de continuidade da retomada gradual da atividade econômica ao longo dos próximos trimestres. Conforme destacado no Relatório de Inflação de setembro, essa projeção é condicionada ao cenário de continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira, notadamente de natureza fiscal.

Pelo lado da oferta, as previsões para agropecuária e indústria foram mantidas, respectivamente, em 2,0% e 2,9%. Houve ligeira alta na projeção para o crescimento do setor terciário (de 2,0% para 2,1%), repercutindo, principalmente, elevações em comércio e em atividade imobiliárias e aluguel, em parte compensadas por redução na expectativa de crescimento de outros serviços.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2017	2018 ^{1/}	2019 ^{1/}
Agropecuária	12,5	0,6	2,0
Indústria	-0,5	0,6	2,9
Serviços	0,5	1,4	2,1
Valor adicionado a preços básicos	1,0	1,2	2,3
Impostos sobre produtos	1,5	1,8	2,9
PIB a preços de mercado	1,1	1,3	2,4
Consumo das famílias	1,4	1,9	2,5
Consumo do governo	-0,9	0,2	0,6
Formação Bruta de Capital Fixo	-2,5	4,8	4,4
Exportação	5,2	4,1	5,7
Importação	5,0	10,1	6,1

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

No âmbito dos componentes da demanda interna, estima-se expansão de 2,5% e 4,4% para o consumo das famílias e para a Formação Bruta de Capital Fixo, nessa ordem, magnitudes similares às da projeção anterior. A projeção para o consumo do governo foi alterada de 0,5% para 0,6%, devido ao aumento do carregamento estatístico após divulgação do resultado do terceiro trimestre de 2018.

A estimativa para o crescimento das exportações foi revista de 6,0% para 5,7%, diante de perspectiva de desaceleração da economia global, enquanto a projeção para as importações passou de 5,9% para 6,1%². As contribuições das demandas interna e externa para o crescimento do PIB no ano estão estimadas em 2,4 p.p. e 0,0 p.p., respectivamente.

1/ A projeção de contribuição negativa do setor externo foi influenciada pela importação de equipamentos para indústria de petróleo e gás. Observa-se que a maior parte desta importação refere-se à nacionalização de equipamentos que já estavam operando em território nacional, no âmbito do Repetro.

2/ Prognósticos para exportação, importação e FBCF estão sujeitos a níveis de incertezas mais elevados que o usual devido a indefinições quanto ao volume de exportação e importação de equipamentos para a indústria de petróleo e gás, no âmbito do Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro).

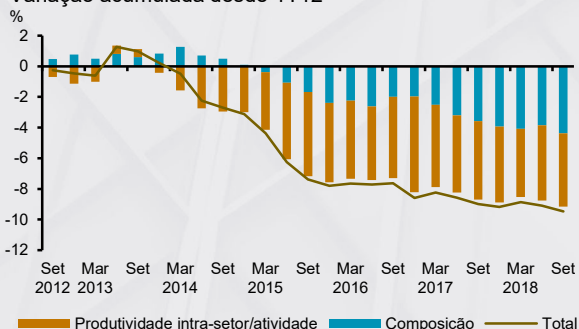
Evolução da produtividade e do rendimento do trabalho

Este boxe analisa a evolução da produtividade da mão-de-obra, medida pela razão entre o Valor Agregado Bruto (VAB) e a População Ocupada (PO), desde o 1º trimestre de 2012¹ até o 3º trimestre de 2018, confrontando-a com a evolução dos rendimentos reais do trabalho.² O estudo considera apenas os setores mais diretamente relacionados ao ciclo econômico³ e toma o rendimento médio habitual de todos os trabalhos deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como medida de rendimento real.⁴

Entre o 1º trimestre de 2012 e o 3º trimestre de 2018, a produtividade do trabalho acumulou queda de 9,5% (Gráfico 1), resultado majoritariamente explicado pelo recuo na produtividade intra-setor/atividade, ou seja, pela redução da produtividade do trabalho no próprio setor (firma ou família)⁵ em cada atividade econômica; e o restante pelo efeito composição, decorrente de alterações na alocação da mão-de-obra entre setores/atividades ou seja, pela migração de trabalhadores entre setores/atividades com níveis de produtividade diferentes.

Gráfico 1 – Decomposição da produtividade

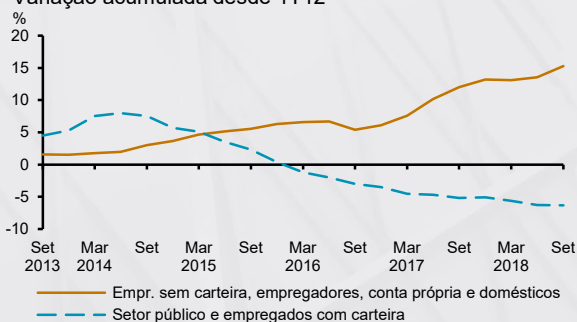
Variação acumulada desde 1T12



Fonte: Elaborado a partir de dados do IBGE.

Gráfico 2 – População ocupada^{1/}

Variação acumulada desde 1T12



Fonte: IBGE (PNAD Contínua).

1/ Dessazonalização do Banco Central do Brasil.

É importante notar que o crescimento da população ocupada no período em ritmo superior ao do VAB, resultando no recuo da produtividade do trabalho, concentrou-se nas categorias com maior grau de informalidade (população ocupada excluindo-se empregados com carteira e trabalhadores do setor público), conforme Gráfico 2.

Observa-se, ainda, que o recuo na produtividade do trabalho registrado desde o 1º trimestre de 2012 não foi acompanhado pela redução no rendimento dos trabalhadores (Gráfico 3). Apesar do já mencionado recuo

1/ Início da série da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua).

2/ Este boxe atualiza a análise apresentada no boxe “Evolução recente da produtividade do trabalho”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

3/ As atividades agropecuária, indústria extrativa e serviços imobiliários e aluguel foram excluídas da análise. Essa exclusão será mantida ao longo deste boxe para dados agregados de VAB, população ocupada e rendimento.

4/ Para evitar influência de outliers com rendimento excepcional na análise, 0,01% dos indivíduos com os maiores rendimentos foram expurgados da amostra. Dados de população ocupada, rendimento e VAB foram dessazonalizados pelo Banco Central do Brasil.

5/ Define-se ocupados no setor “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; e ocupados no setor “Famílias”, trabalhadores domésticos, trabalhadores por conta própria e familiares, além dos empregadores e dos empregados sem carteira em empresas com até cinco empregados. 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.

de 9,5% na produtividade do trabalho, o rendimento real dos trabalhadores cresceu 4,7% desde o início da série da PNAD Contínua. Conforme resultados apresentados na Tabela 1, a discrepância na evolução dos rendimentos e da produtividade do trabalho ocorreu em praticamente todas as atividades.

Gráfico 3 – Produtividade e rendimento^{1/}

Variação acumulada desde 1T12

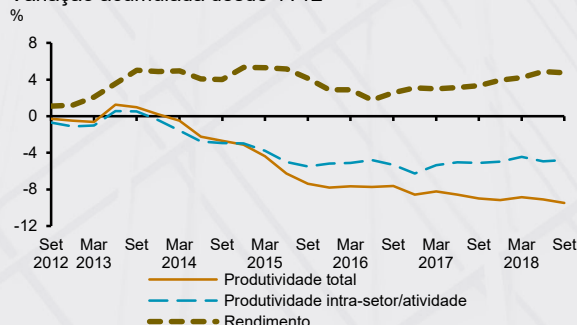


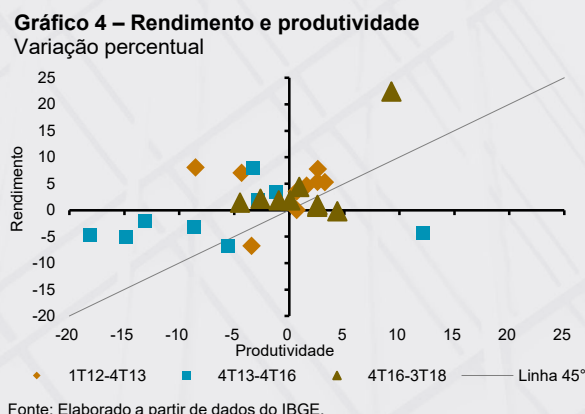
Tabela 1 – Evolução da decomposição da produtividade e do rendimento

	%									
	Total	Transf.	Const.	SIUP	Com.	Transp.	Infor.	Serv. Financ.	Outros Serv.	APU
1T12-3T18										
Var. produtividade total na atividade	-9,5	-4,0	-20,3	15,8	-10,2	-12,8	5,6	-7,6	-14,2	-1,5
Efeito composição	-4,4	-4,6	-8,0	-5,1	-2,5	-5,2	-3,6	-2,7	-2,7	0,0
Var. produtiv.intra-setor/atividade	-4,8	0,6	-12,3	20,9	-7,7	-7,7	9,2	-4,8	-11,5	-1,5
Variação do rendimento	4,7	6,3	2,5	9,2	-1,8	-4,0	11,0	17,7	3,9	11,3
Ciclos de expansão e retração da atividade econômica										
1T12-4T13 (expansão)										
Var. produtividade total na atividade	0,2	3,2	-8,1	-3,2	0,4	0,7	3,8	-4,4	1,5	2,4
Efeito composição	0,8	1,2	4,9	5,1	-0,3	2,5	-1,9	0,4	1,1	0,0
Var. produtiv.intra-setor/atividade	-0,4	2,0	-13,0	-8,4	0,7	-1,8	5,7	-4,7	0,5	2,4
Variação do rendimento	4,9	5,3	8,1	-6,8	3,5	0,0	7,8	7,0	4,6	5,3
4T13-4T16 (retração)										
Var. produtividade total na atividade	-8,8	-7,8	-10,4	12,1	-15,1	-16,9	-1,6	-3,7	-11,2	-1,5
Efeito composição	-2,8	-3,0	-8,0	-6,2	-0,7	-3,4	-2,3	-2,6	-1,7	0,0
Var. produtiv.intra-setor/atividade	-5,9	-4,8	-2,3	18,3	-14,3	-13,5	0,7	-1,1	-9,5	-1,5
Variação do rendimento	-1,7	-3,3	-6,9	-4,3	-5,0	-4,7	2,0	8,0	-2,1	3,4
4T16-3T18 (expansão)										
Var. produtividade total na atividade	-1,0	0,8	-3,3	6,7	5,3	4,2	3,3	0,4	-4,8	-2,4
Efeito composição	-2,4	-2,8	-4,6	-3,7	-1,5	-4,2	0,6	-0,5	-2,1	0,0
Var. produtiv.intra-setor/atividade	1,5	3,6	1,4	10,4	6,8	8,5	2,8	0,8	-2,7	-2,4
Variação do rendimento	1,6	4,4	1,8	22,4	-0,2	0,6	1,0	1,9	1,4	2,1
Participação na ocupação (2017)	100,0	12,9	8,4	1,1	21,6	5,7	1,5	1,5	34,4	12,9

Fonte: Elaborado a partir de dados do IBGE.

Para melhor avaliação do comportamento da produtividade e do rendimento ao longo do período analisado, a Tabela 1 subdivide os resultados em três fases do ciclo econômico recente da economia brasileira: duas fases de expansão (1º trimestre de 2012 – 4º trimestre de 2013 e 4º trimestre de 2016 – 3º trimestre de 2018) e uma de retração da atividade (4º trimestre de 2013 – 4º trimestre de 2016). Assim como no período agregado, a variação do rendimento superou a variação da produtividade nas três fases do ciclo, inclusive

no período de retração, quando essa discrepância foi mais intensa e disseminada, conforme evidencia o Gráfico 4⁶.



Na fase mais recente de expansão da economia brasileira, a produtividade intra-setor/atividade retornou à trajetória de elevação após expressivos recuos nos dois períodos anteriores analisados. Esse movimento, no entanto, não foi suficiente para impedir o recuo da produtividade total (Tabela 1 e Gráfico 3). Nesse período, o aumento da produtividade intra-setor/atividade contribuiu com 1,5 ponto percentual (p.p.) para a elevação da produtividade do trabalho, enquanto o efeito composição respondeu por contração de 2,5 p.p. O primeiro movimento parece estar relacionado com o esperado aumento cíclico da produtividade do trabalho, em período de gradual recuperação da atividade econômica, enquanto o último se deve à expansão da quantidade de trabalhadores em arranjos mais informais de trabalho, que tendem a estar associados a setores institucionais/atividades com produtividade mais baixa.

Em suma, o presente box mostrou que o recuo da produtividade do trabalho iniciado em meados de 2013 não foi interrompido em período recente, a despeito da gradual recuperação da atividade econômica. Permanece, portanto, o espaço para ganhos de produtividade, de característica pró-cíclica, em cenário de continuidade da recuperação da atividade econômica.⁷ Em alguma medida, a recuperação de produtividade já teve início no âmbito das famílias e firmas, mas a consolidação do processo de crescimento da produtividade, em termos agregados, segue dependente da interrupção ou mesmo de reversão da tendência recente de aumento da participação de trabalhadores em setores institucionais/atividades menos produtivos.

6/ Cada ponto representa o par variação da produtividade/variação rendimento para uma das nove atividades analisadas no período. Pontos acima da linha de 45° indicam variação do rendimento maior que a da produtividade.

7/ A melhora qualitativa do grau de instrução da população ocupada, ilustrada pelo box “Condicionantes da evolução recente do rendimento do trabalho”, publicado neste Relatório, tende a reforçar a recuperação pró-cíclica da produtividade.

Condicionantes da evolução recente do rendimento do trabalho

Entre o primeiro trimestre de 2012 e o terceiro trimestre de 2018, o rendimento real médio das pessoas ocupadas¹ cresceu 5,8%, de acordo com dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), dessazonalizados pelo Banco Central. Com exceção do período compreendido entre os trimestres encerrados em junho de 2015 e junho de 2016, a tendência de crescimento prevaleceu até mesmo no cenário de elevada taxa de desocupação observado nos últimos dois anos (Gráfico 1). Este box busca identificar os condicionantes que influenciaram a evolução do rendimento nesse período, analisando-a sob a ótica de (quatro) aberturas da população ocupada, conforme a Tabela 1.

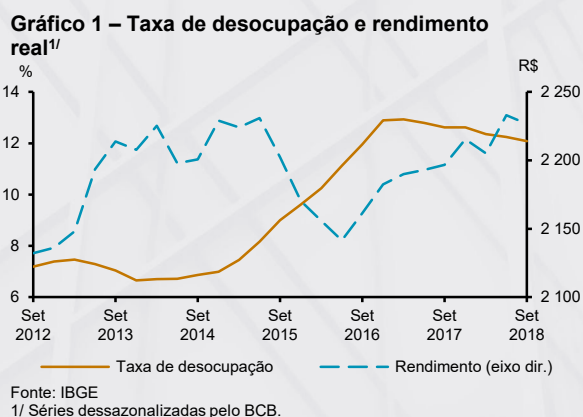


Tabela 1

Abertura por:	Grupos
Categoria de ocupação	Empregado privado com e sem carteira; Trabalhador doméstico com e sem carteira; Empregado público com e sem carteira e estatutário; Empreendedor; Trabalhador por conta própria.
Sector de atividade econômica	Agropecuária; Indústria; Construção; Comércio; Transportes e armazenagem; Alojamento e alimentação; Informação, comunicação e atividades financeiras, profissionais e administrativas; Administração pública, defesa e seguridade social; Educação e saúde humana e serviços sociais; Serviços domésticos; Outros serviços.
Tipo de cargo	Diretores e dirigentes; Profissionais das ciências; Profissionais de nível médio; Apoio administrativo; Trabalhadores de serviços e comércio; Trabalhadores qualificados da agropecuária; Trabalhadores da construção, mecânica e outros ofícios; Operadores de instalações e máquinas; Ocupações elementares; Membros das forças armadas, policiais e bombeiros.
Nível de escolaridade	Sem instrução ou fundamental incompleto; Fundamental completo ou médio incompleto; Médio completo ou superior incompleto; Superior completo.

A variação do rendimento médio pode ser decomposta em três partes, conforme a seguinte equação²:

$$\Delta R \approx \sum f_i r_i \Delta(h_i) + \sum f_i h_i \Delta(r_i) + \sum (R_i - R) \Delta(f_i), \quad (1)$$

1/ Rendimento médio habitual de todos os trabalhos deflacionado pela média do IPCA do trimestre. Para evitar influência de outliers com rendimento excepcional na análise, 0,01% dos indivíduos com os maiores rendimentos foram expurgados da amostra.

2/ O rendimento médio é a razão entre a massa salarial e o número de pessoas ocupadas com rendimento:

$$R = \frac{M}{PO} = \sum \frac{M_i}{PO_i} f_i = \sum \frac{M_i}{H_i} \frac{H_i}{PO_i} f_i.$$

A variação do rendimento médio pode ser aproximada como:

$$\Delta R \approx \sum f_i \frac{M_i}{H_i} \Delta\left(\frac{H_i}{PO_i}\right) + \sum f_i \frac{H_i}{PO_i} \Delta\left(\frac{M_i}{H_i}\right) + \sum (R_i - \bar{R}) \Delta f_i = \sum f_i r_i \Delta(h_i) + \sum f_i h_i \Delta(r_i) + \sum (R_i - \bar{R}) \Delta f_i.$$

Onde:

R = Rendimento médio da população ocupada com rendimento;

R_i = Rendimento médio do grupo i ;

$f_i = \frac{PO_i}{PO}$ = participação do grupo i na PO com rendimento;

$r_i = \frac{M_i}{H_i}$ = rendimento médio por hora do grupo i ;

$h_i = \frac{H_i}{PO_i}$ = horas médias semanais do grupo i ;

M = Massa de rendimentos do trabalho;

PO = População ocupada com rendimento;

H = Total de horas trabalhadas por semana;

i = índice do somatório, variando de 1 ao número de grupos da PO em cada abertura.

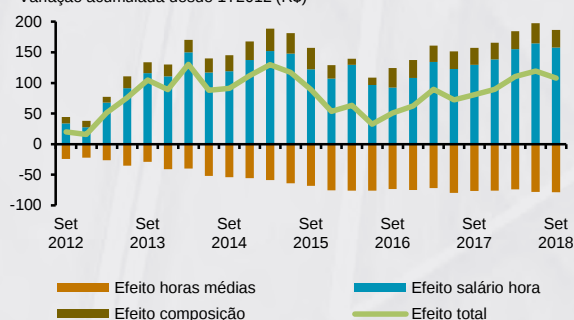
A primeira parcela do lado direito da equação (1) é o efeito da variação do número médio de horas trabalhadas, a segunda é o efeito da variação do rendimento médio obtido por hora trabalhada e a última parcela corresponde ao efeito composição, isto é, mudanças no rendimento decorrentes de alterações na distribuição da população ocupada entre os diversos grupos dentro de cada classificação.

Os Gráficos 2 a 5 mostram a decomposição da variação acumulada do rendimento médio real entre o primeiro trimestre de 2012 e o terceiro trimestre de 2018. Observa-se padrão semelhante nos recortes por “categoria de ocupação”, “setor de atividade econômica” e “tipo de cargo” (Gráficos 2 a 4), com o efeito da elevação do valor recebido por hora trabalhada sendo parcialmente compensado pela redução do número de horas. Nessas aberturas, o efeito composição teve impacto relativamente pequeno na variação do rendimento.

Gráfico 2 – Decomposição do rendimento

Por categoria de ocupação

Variação acumulada desde 1T2012 (R\$)

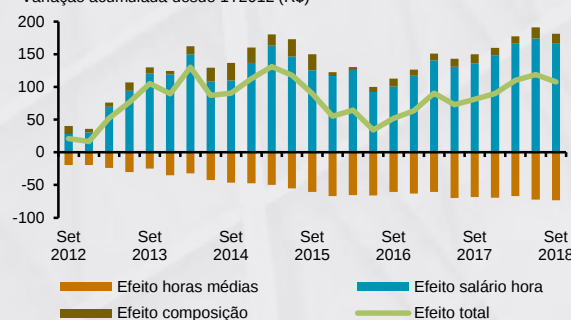


Fonte: Elaborado a partir de dados da PNADC/IBGE

Gráfico 3 – Decomposição do rendimento

Por setor de atividade econômica

Variação acumulada desde 1T2012 (R\$)



Fonte: Elaborado a partir de dados da PNADC/IBGE

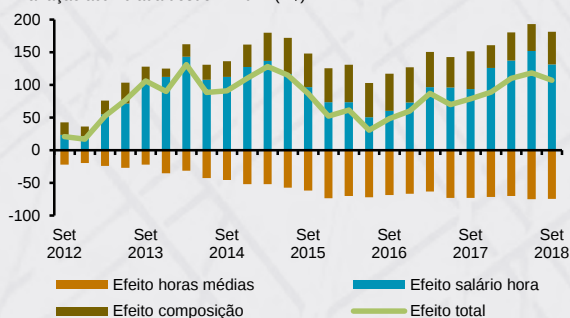
Quanto à abertura por “nível de escolaridade” (Gráfico 5), observa-se padrão diferente dos demais. O efeito composição, decorrente da redistribuição do contingente de ocupados entre os grupos de níveis de escolaridade, foi o principal responsável pelo ganho de renda, com os outros dois efeitos atuando em sentido oposto³.

3/ Este resultado está em linha com o obtido no boxe “Rendimentos e mudanças qualitativas no mercado de trabalho”, publicado no Boletim Regional do Banco Central do Brasil, volume 12, nº 2, de abril de 2018.

Gráfico 4 – Decomposição do rendimento

Por tipo de cargo

Variação acumulada desde 1T2012 (R\$)

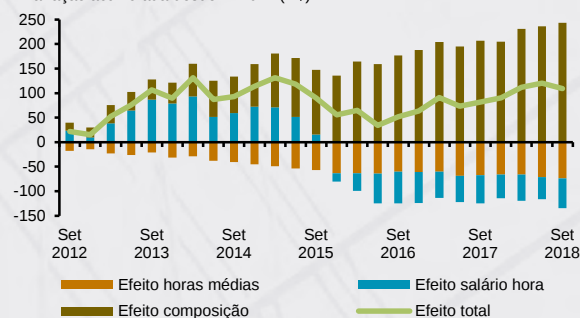


Fonte: Elaborado a partir de dados da PNADC/IBGE

Gráfico 5 – Decomposição do rendimento

Por nível de escolaridade

Variação acumulada desde 1T2012 (R\$)



Fonte: Elaborado a partir de dados da PNADC/IBGE

É importante notar que no período em análise o grau de instrução da população ocupada apresentou mudanças significativas, como se observa na Tabela 2. Houve aumento da proporção de pessoas que completaram o ensino superior e o ensino médio e redução daquelas que não atingiram o ensino fundamental. Embora o rendimento médio nos grupos mais escolarizados tenha recuado, o aumento da participação desses grupos contribuiu para a elevação da média dos rendimentos da população ocupada total.

Tabela 2 – Nível de escolaridade e rendimento da população ocupada

	Sem instrução ou fundamental incompleto		Fundamental completo ou médio incompleto		Médio completo ou superior incompleto		Superior completo		Total	
	Participação na PO (%)	Rendimento médio (R\$)	Participação na PO (%)	Rendimento médio (R\$)	Participação na PO (%)	Rendimento médio (R\$)	Participação na PO (%)	Rendimento médio (R\$)	Participação na PO (%)	Rendimento médio (R\$)
2012	28,1	1 181,8	14,8	1 420,6	30,7	1 946,5	12,8	5 336,3	100,0	2 108,9
2018 ^{1/}	23,5	1 182,1	13,2	1 390,8	34,9	1 799,8	17,7	4 973,9	100,0	2 204,8
Diferença ^{2/}	-4,6	0,0	-1,6	-2,1	4,3	-7,5	4,8	-6,8	0,0	4,5

Fonte: Elaborado a partir de dados da PNADC/IBGE.

1/ Média dos 12 meses encerrados em setembro.

2/ Em ponto percentual para a participação na PO e em porcentagem no caso do rendimento.

3/ Rendimento deflacionado pelo IPCA médio do terceiro trimestre de 2018. Exclui outliers.

Dado o efeito composição na abertura por nível de escolaridade e a mudança qualitativa do grau de instrução, computou-se a decomposição da variação do rendimento para as demais categorias da população ocupada considerando-se os quatro grupos de escolaridade. O objetivo desse exercício foi identificar como o efeito composição provocado pela mudança no grau de instrução influenciou a variação do rendimento em cada grupo dentro das demais aberturas de ocupação (Gráficos 6 a 8).

Gráfico 6 – Decomposição do rendimento^{1/}

Por categoria de ocupação

Variação acumulada entre 1T2012 e 3T2018 (R\$)



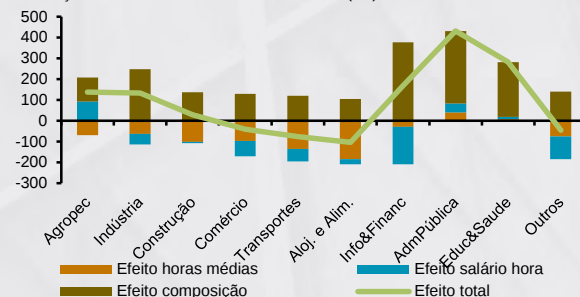
Fonte: Elaboração a partir de dados da PNADC/IBGE

1/ Controlando-se por nível de escolaridade.

Gráfico 7 – Decomposição do rendimento^{1/}

Por setor de atividade econômica

Variação acumulada entre 1T2012 e 3T2018 (R\$)



Fonte: Elaboração a partir de dados da PNADC/IBGE

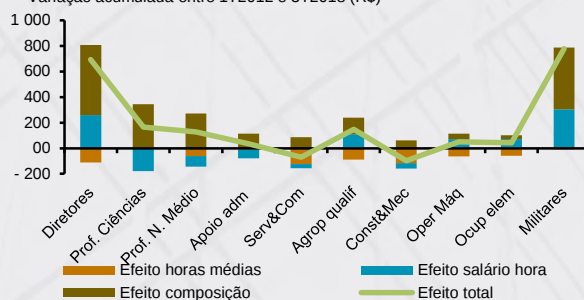
1/ Controlando-se por nível de escolaridade.

De modo geral, o efeito composição foi positivo em todos os grupos nas três aberturas consideradas, sugerindo que a melhora no nível de educação resultou em ganhos de rendimentos de forma disseminada. O exercício evidencia a predominância do efeito composição do nível educacional na variação do rendimento e mostra que os efeitos salário-hora e horas trabalhadas foram negativos para a maior parte dos grupos no período.

Gráfico 8 – Decomposição do rendimento^{1/}

Por tipo de cargo

Variação acumulada entre 1T2012 e 3T2018 (R\$)



Fonte: Elaboração a partir de dados da PNADC/IBGE
1/ Controlando-se por nível de escolaridade.

Considerando-se a classificação por “categoria de ocupação” (Gráfico 6), observa-se que os ganhos referentes ao efeito composição foram mais significativos para aqueles grupos onde o nível médio de instrução é mais elevado. Apenas no grupo de trabalhadores domésticos, em que predominam pessoas com grau de escolaridade mais baixo, esse efeito não foi relevante para a variação acumulada do rendimento no período em análise. Nesse grupo, o aumento do salário-hora, impulsionado pela valorização do salário mínimo⁴, foi o principal responsável pela variação do rendimento. Destaca-se, ainda, que os grupos “Empregador” e “Conta própria”, apesar do efeito composição favorável, registraram queda no rendimento real, influenciada pelos recuos do salário-hora e do número de horas trabalhadas⁵.

As duas outras aberturas da população ocupada, “setor de atividade econômica” (Gráfico 7) e “tipo de cargo” (Gráfico 8), apresentaram resultados semelhantes. Em geral, setores e cargos que concentram maior proporção de pessoas com grau de instrução mais elevado obtiveram maior ganho de rendimento decorrente do efeito composição, ao passo que nos grupos menos escolarizados a variação do rendimento foi determinada pelos efeitos do salário-hora e da quantidade de horas trabalhadas.

Em síntese, a variação acumulada do rendimento médio entre o primeiro trimestre de 2012 e o terceiro trimestre de 2018 foi favorecida pelo efeito composição resultante da elevação do nível médio de escolaridade da população ocupada. Essa melhora qualitativa do grau de instrução pode contribuir ainda para um eventual aumento de produtividade em cenário de retomada da atividade econômica, em linha com a conclusão do box “Evolução da produtividade e do rendimento do trabalho” publicado neste relatório.

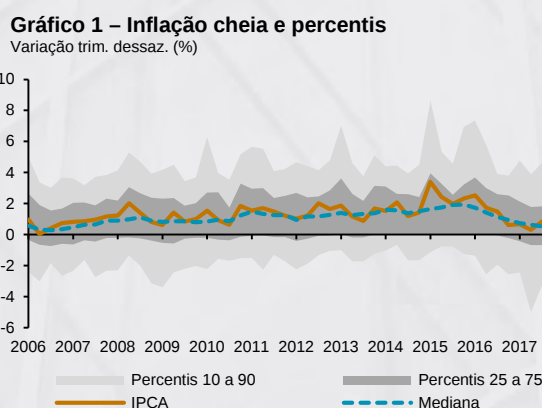
4/ No período em análise, o salário mínimo nacional se elevou 4% em termos reais.

5/ Possivelmente esses dois grupos foram os mais afetados, em termos de rendimentos, durante a recente retração da economia brasileira em 2015 e 2016.

Conteúdo informacional da distribuição *cross-section* do IPCA

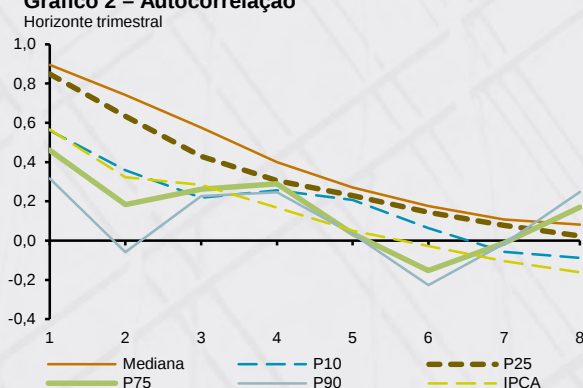
A avaliação da inflação desagregada permite compreensão mais abrangente dos fatores transitórios ou permanentes que afetam o processo inflacionário. Em geral, esse tipo de análise é focada em itens, subitens, ou agregações especiais dos mesmos, a exemplo dos núcleos por exclusão. Este box avalia a existência de informação em dados desagregados sob a ótica da distribuição *cross-section* da inflação ao nível de subitem do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).^{1, 2} Avalia-se, em particular, a persistência de percentis selecionados da distribuição e a correlação desses com a inflação cheia (IPCA) e o hiato do produto.

Além da mediana – percentil da distribuição mais comumente utilizado na literatura e por bancos centrais³ –, avaliam-se também os percentis 10, 25, 75 e 90. O Gráfico 1 apresenta as séries trimestrais dessazonalizadas desses percentis e da inflação cheia, para o período de 2006 a 2017.⁴ Observa-se a menor volatilidade da mediana em comparação à inflação cheia, e a maior volatilidade dos percentis extremos (o 10º e, em particular, o 90º). Nota-se, ainda, que a mediana tende a subestimar a inflação cheia, reflexo da assimetria positiva da distribuição.⁵

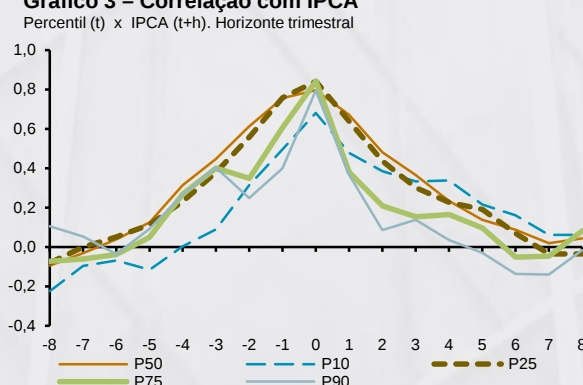


O Gráfico 2 apresenta o autocorrelograma das variações trimestrais de cada percentil, comparando-os com a inflação cheia. Nota-se que a mediana é o percentil mais persistente dentre os considerados, seguida pelo 25º percentil. Ambos são mais persistentes do que a própria medida de inflação cheia que, nos três primeiros horizontes, tem persistência mais parecida com a dos percentis 10 e 75. Destaca-se, ainda, a baixa persistência do percentil 90, refletindo o fato de que variações de preço demasiadamente elevadas tendem a não ser seguidas por outras, no próprio subitem ou em outro.

- 1/ Recalculada para o período anterior a janeiro de 2012, de acordo com a estrutura de ponderação atual. A distribuição e seus momentos, incluindo percentis, foram calculados mês a mês usando os dados observados (exceto pela compatibilização das POFs), sem ajuste sazonal. Para os exercícios de persistência e correlação cruzada (com IPCA cheio e hiato), as variações trimestrais foram calculadas a partir das mensais e, então, dessazonalizadas.
- 2/ Este nível de desagregação foi escolhido pois permite caracterizar com maior precisão a distribuição *cross-section* de variações de preços.
- 3/ Sobre a literatura acadêmica ver Bryan e Cecchetti (1994). Sobre o uso por Bancos Centrais, tem-se como exemplo os do Canadá, Austrália, Nova Zelândia e, nos Estados Unidos, o FED de Cleveland.
- 4/ O período de análise exclui o ano de 2018 para mitigar o problema de borda relacionado aos filtros sazonais e de tendência aplicados na análise.
- 5/ Em geral, as distribuições mensais *cross-section* do IPCA têm assimetria positiva (variações positivas extremas são mais frequentes que variações negativas de mesma magnitude) e excesso de curtose (caudas longas ou pesadas).

Gráfico 2 – Autocorrelação

Avaliou-se, em seguida, como cada um dos percentis considerados se correlaciona com a inflação cheia (Gráfico 3). Em geral, os diferentes percentis mostram elevada correlação contemporânea com o IPCA (em torno de 0,80), à exceção do 10º percentil, que registra correlação contemporânea mais baixa, de 0,68. Ao observar a correlação entre cada percentil e o IPCA futuro, conclui-se que a mediana e o 25º percentil apresentam correlação mais robusta que os demais até dois trimestres à frente. Os percentis 75 e 90 mostram-se sempre menos correlacionados que os demais, principalmente a partir do segundo trimestre. Destaca-se, adicionalmente, que a correlação do 10º percentil com a inflação, para horizontes além de três trimestres à frente, mostra-se tão ou mais expressiva que a dos percentis 25 e 50.

Gráfico 3 – Correlação com IPCA

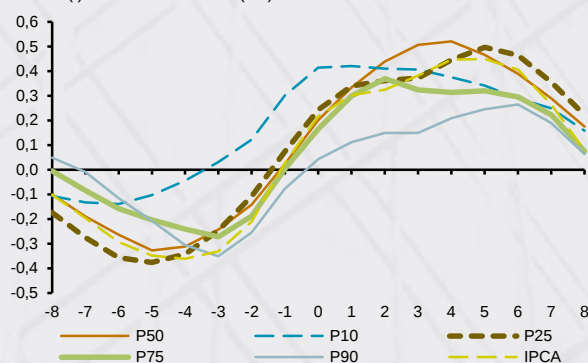
O Gráfico 3 também apresenta a relação de antecedência contrária: do IPCA para os percentis (mostrados como horizontes com sinal negativo). Os percentis que são melhor antecipados pela inflação cheia são o 25º e o 50º. Os percentis 75 e 90 mostram correlação semelhante a desses dois para horizontes de três a cinco trimestres. O 10º percentil é, entre todos, o menos antecipado pela inflação cheia, considerando-se, sobretudo, os horizontes de três e quatro trimestres.

Analisa-se, ainda, como a inflação cheia e os percentis se correlacionam com uma medida de hiato de produto (Gráfico 4).⁶ Começando pela inflação cheia, verifica-se que a máxima correlação do hiato, de 0,45, se dá com a inflação 4 ou 5 trimestres à frente – em linha com a noção de que a política monetária, ao operar sobre a demanda agregada, afeta a inflação com defasagem. Em relação à eventual antecipação do Produto Interno Bruto (PIB) pelo IPCA, verifica-se correlação negativa, com máximo (em valor absoluto) ocorrendo em defasagens de 4 a 5 trimestres – em linha com respostas sistemáticas da autoridade monetária a desvios da inflação que, com alguma defasagem, exercem impacto sobre a atividade econômica.

6/ Apresentam-se, por simplicidade, os resultados para um hiato obtido a partir da aplicação do filtro *Hodrick-Prescott* (HP) para o índice de volume do PIB. Os resultados mostram-se qualitativamente robustos a outras medidas de ociosidade econômica.

Gráfico 4 – Correlação com hiato

Hiato (t) x Percentil ou IPCA (t+h). Horizonte trimestral



O correlograma para o percentil 50 mostra-se similar ao do IPCA, mas com correlação máxima atingindo 0,52, quatro trimestres à frente. O 10º percentil tem padrão de correlação com o hiato mais contemporâneo (correlação máxima de 0,42 para o trimestre corrente e 1 trimestre à frente), mas com limitado potencial de antecipação, e o percentil 90 antecipa o hiato tão bem quanto a inflação cheia, nos horizontes de um a três trimestres, mas é pouco antecipado por essa medida de atividade.

As variações positivas mais extremas observadas na distribuição *cross-section* do IPCA parecem ser, portanto, pouco explicadas pela atividade econômica, provavelmente refletindo componentes idiossincráticos e esporádicos, motivo pelo qual apresentam também baixa persistência. Em oposição, para o extremo de variações baixas, verificam-se razoáveis graus de persistência e correlação com a atividade e a inflação cheia. Entre os percentis considerados, a mediana é a que registra melhor desempenho nas três comparações. Os resultados dos exercícios realizados neste box, em conjunto com os apresentados no box “Avaliação do viés e capacidade de previsão dos núcleos de inflação”, neste Relatório de Inflação, corroboram a percepção de que, efetivamente, há informação na análise desagregada do IPCA pela ótica de sua distribuição *cross-section*.

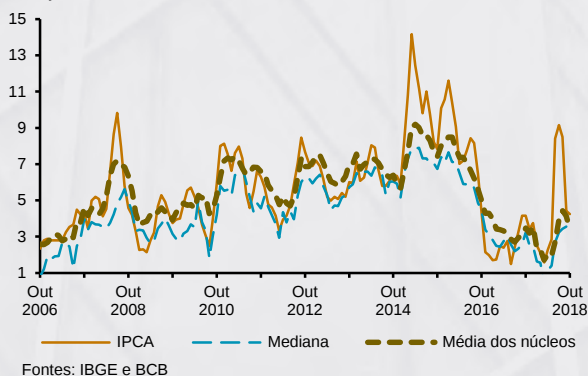
Viés e capacidade preditiva das medidas de inflação subjacente

Medidas de inflação subjacente são usualmente construídas para remover o componente transitório dos índices de preços, sinalizando a tendência inflacionária, ou o patamar esperado para a inflação depois de cessados os efeitos de choques temporários. Teoricamente, por sintetizarem o componente persistente dos preços, essas medidas deveriam apresentar maior sensibilidade à atividade econômica, além de boa aderência à tendência da inflação, antecipando, por vezes, mudanças na trajetória dos preços.

Neste box, os núcleos Ex-0, Ex-1, Ex-2, Ex-3, MA, MS e DP¹ foram testados especificamente quanto à aderência em relação à tendência do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em termos de viés e capacidade preditiva. Nos testes, foram utilizadas as variações mensais (ou em média móvel de 3 meses – MM3M) dessazonalizadas e anualizadas desses núcleos. A mediana do IPCA, calculada com base na distribuição das variações mensais, a nível de subitem, também foi testada e é apresentada em MM3M, dessazonalizada e anualizada, em paralelo à evolução da média dos demais núcleos e do IPCA, no Gráfico 1.²

Gráfico 1 – IPCA, núcleos e mediana

Variação MM3M anualizada dessaz. - %



Fontes: IBGE e BCB

Diferentes critérios podem ser empregados para avaliar o viés e a capacidade de previsão da tendência do IPCA pelos núcleos. Neste box, optou-se por estimar a seguinte equação, seguindo Cogley (2002):

$$\pi_{t+h} - \pi_t = \alpha_h + \beta_h(\pi_t - \pi_t^n) + \varepsilon_{t+h}. \quad (1)$$

Em (1), o termo $(\pi_t - \pi_t^n)$ representa o desvio de curto prazo entre a inflação e a medida de inflação subjacente. A ausência de viés na equação é representada por $\alpha_h = 0$. Se for estatisticamente maior (menor)

1/ O núcleo Ex-0 é obtido pela exclusão de alimentação no domicílio e monitorados. O Ex-1 exclui 10 dos 16 itens do subgrupo alimentação no domicílio, além dos itens combustíveis domésticos e combustíveis de veículos. O núcleo Ex-2 elimina, além de todos os preços monitorados, os componentes dos demais segmentos que, por motivos diversos, podem dificultar a identificação da tendência inflacionária. O núcleo Ex-3 se diferencia do anterior pela exclusão de todos os preços de alimentos. O núcleo por médias aparadas (MA) exclui os itens com variação mensal acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20. Os 60% restantes são utilizados para calcular a variação mensal do núcleo. O núcleo de médias aparadas com suavização (MS) segue o mesmo procedimento da medida anterior, com a diferença de que, antes da eliminação das caudas, são suavizados os componentes com variações infrequentes. O núcleo de dupla ponderação (DP) ajusta os pesos originais de cada item de acordo com sua volatilidade relativa, reduzindo a importância de componentes mais voláteis.

2/ Neste box, utilizou-se a série histórica do IPCA recalculada com a classificação e estrutura de ponderação da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2009, implementadas em janeiro de 2012.

que zero, a inflação tende a ser subestimada (sobrestimada) pelo núcleo. Quando o componente transitório da inflação é integralmente filtrado pela medida de inflação subjacente, espera-se que β_h seja igual a -1. Se β_h for menor (maior) que -1, então há provável subestimação (sobrestimação) do desvio de curto prazo.

A Tabela 1 resume os resultados das estimações de (1) para o período de janeiro de 2006 a outubro de 2018. Na equação, π_{t+h} foi representado pela variação anual da inflação h meses à frente; π_t representa a inflação mensal (ou em MM3M) anualizada dessazonalizada do IPCA; e π_t^n corresponde à variação mensal (ou em MM3M) anualizada dessazonalizada dos diversos núcleos.³ O teste foi realizado para $h = 12$.

Tabela 1 – Teste de viés^{1/}

	Mensal dessaz.		MM3M dessaz.	
	$\pm_{12} = 0$	$^2_{12} + 1 = 0$	$\pm_{12} = 0$	$^2_{12} + 1 = 0$
Ex-0	0,15 (0,197)	0,39*** (0,096)	0,22 (0,169)	0,20* (0,109)
Ex-1	0,10 (0,190)	0,20* (0,110)	0,18 (0,158)	-0,20 (0,136)
Ex-2	-0,47** (0,184)	0,27*** (0,080)	-0,44** (0,184)	0,31*** (0,103)
Ex-3	-0,43** (0,177)	0,26*** (0,075)	-0,42** (0,174)	0,27*** (0,095)
MA	0,72*** (0,173)	-0,08 (0,095)	0,78*** (0,176)	-0,16 (0,127)
MS	0,10 (0,164)	0,08 (0,084)	0,10 (0,165)	0,12 (0,116)
DP	-0,06 (0,176)	-0,03 (0,112)	-0,05 (0,167)	-0,11 (0,154)
Mediana	1,03*** (0,182)	0,02 (0,084)	1,28*** (0,187)	-0,20* (0,113)

Fonte: BCB

1/ ***, **, * denotam coeficientes significativos ao nível de 1%, 5% e 10%.

Ao nível de 5% de significância, a hipótese nula de $\alpha_{12} = 0$ foi rejeitada para os núcleos Ex-2, Ex-3, MA e para a mediana do IPCA (nas variações mensais e em MM3M). De acordo com os resultados, enquanto os núcleos Ex-2 e Ex-3 tendem a sobrestimar o IPCA, o núcleo MA e a mediana do IPCA tendem a subestimá-lo. A hipótese nula de $\beta_{12} = -1$ foi rejeitada para os núcleos Ex-0, Ex-2 e Ex-3. Nesses casos, houve sempre sobrestimação do desvio de curto prazo.

O viés de subestimação do núcleo MA e da mediana do IPCA reflete, muito provavelmente, a assimetria à direita da distribuição *cross-section* do IPCA. No caso dos núcleos Ex-2 e Ex-3, o viés de sobrestimação pode ser explicado pela exclusão de bens industriais mais voláteis desses núcleos, com variação média inferior à registrada para todos os bens industriais. A sobrestimação do desvio de curto prazo pelos núcleos Ex-0, Ex-2 e Ex-3, por fim, repercute a exclusão de itens administrados com baixa volatilidade.

Para avaliar o desempenho das medidas de inflação subjacente em termos de previsão, a equação (1) foi novamente estimada a partir de janeiro de 2006. Dessa vez, o objetivo foi computar o erro absoluto médio (EAM) fora da amostra dessas medidas em relação à variação anual do IPCA doze meses à frente, de janeiro de 2010 até outubro de 2018.⁴ Os EAMs obtidos para as medidas de inflação foram, em seguida, comparados com o EAM do próprio IPCA por meio de testes de Diebold-Mariano (DM).

3/ As equações foram estimadas por mínimos quadrados ordinários (MQO) com os erros-padrão robustos para heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos (HAC).

4/ Exercício de competição entre modelos, comumente chamado de “horse race”. Nas estimações, foram empregadas *vintages* em tempo real das variáveis, levando em consideração o resultado da dessazonalização em cada instante do tempo.

A Tabela 2 apresenta os EAMs resultantes do exercício de previsão. Quando consideradas as variações mensais dos núcleos, os menores EAMs foram encontrados para os núcleos MA, MS e para a mediana. Em MM3M, o desempenho da mediana do IPCA se destacou. Em todos os testes de DM derivados desse exercício, rejeitou-se a hipótese nula de acurácia preditiva similar entre o IPCA e a medida de inflação subjacente, em prol da hipótese alternativa, de maior acurácia de previsão da medida subjacente.

Tabela 2 – EAM do IPCA e de medidas de inflação subjacente^{1/}

	p.p.	
	Mensal	MM3M
IPCA	2,07	1,84
Ex-0	1,80***	1,46**
Ex-1	1,70**	1,42***
Ex-2	1,64***	1,61**
Ex-3	1,60***	1,52**
MA	1,46***	1,43***
MS	1,46***	1,51**
DP	1,57***	1,57***
Mediana	1,48***	1,38***

Fonte: BCB

1/ ***, **, * denotam rejeição da hipótese nula, de acurácia preditiva similar entre o IPCA e a medida de inflação subjacente, ao nível de 1%, 5% e 10%.

Os resultados dos exercícios apresentados neste boxe sugerem que as medidas de núcleo acompanhadas pelo Banco Central do Brasil, assim como a mediana do IPCA, contêm informações relevantes para a avaliação prospectiva da inflação. Em termos de desempenho de previsão da inflação, nenhuma dessas métricas se mostrou estatisticamente pior que o próprio IPCA. Apesar do viés, os núcleos Ex-2 e Ex-3 e a mediana do IPCA se destacam pela maior sensibilidade e correlação com a atividade econômica.⁵

Bibliografia

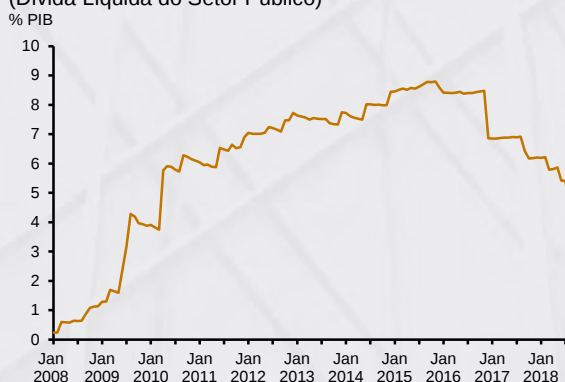
Cogley, T. (2002). "A Simple Adaptive Measure of Core Inflation". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, No. 1, pp. 94-113.

5/ Ver boxes "Novas medidas de núcleo de inflação", de junho de 2018; e "Conteúdo informacional da distribuição *cross-section* do IPCA", deste Relatório de Inflação.

Créditos do Tesouro Nacional junto ao BNDES: impactos sobre a despesa com juros e a evolução da taxa de juros implícita da DLSP

Entre 2008 e 2015, os empréstimos do Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) cresceram de 0,2% para 8,6% do PIB (Gráfico 1), tornando-se ativo expressivo da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). No âmbito fiscal, esses recursos originaram subsídios de natureza creditícia¹, decorrentes da diferença entre o custo de captação do Tesouro Nacional e o custo contratual pago pela instituição financeira, com implicações na despesa líquida com juros do setor público.

Gráfico 1 – Créditos do Tesouro junto ao BNDES
(Dívida Líquida do Setor Público)



Além do aumento da representatividade desses empréstimos como ativo do Tesouro Nacional, a discussão em torno do seu impacto sobre as contas públicas ganhou relevância nos últimos anos em função de dois aspectos centrais: i) os pagamentos antecipados pelo BNDES no âmbito dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional²; e ii) a redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Este box avalia os efeitos fiscais desses fatores, quantificando as suas implicações sobre o resultado de juros nominais apropriados pelo setor público e sobre a taxa de juros implícita da DLSP³. Adicionalmente, estima-se a contribuição da trajetória da TJLP nas receitas de juros apropriadas pelo Tesouro Nacional e na redução do *spread* mencionada no item ii acima.

1/ A esse respeito, ver o Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do Programa de Sustentação de Investimento (PSI) e nos empréstimos ao BNDES, disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/-/boletim-de-subsidios-do-tesouro-nacional-no-ambito-do-psi-e-nos-emprestimos-ao-bndes>.

2/ Outro ponto importante nessa discussão, mas que não será abordado neste box, refere-se à renegociação da dívida do BNDES ocorrida este ano, cujo principal destaque foi a antecipação da quitação final dos empréstimos de 2060 para 2040.

3/ As operações entre o Governo Federal e o BNDES impactam também as necessidades primárias de financiamento, no âmbito do PSI, e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). Esses efeitos já têm sido amplamente divulgados pelo Tesouro Nacional. Projeções atualizadas para a DBGG e DLSP, por exemplo, podem ser encontradas no relatório quadrimestral de projeções da dívida pública, disponível em: <http://www.tesouro.gov.br/-/relatorio-quadrimestral-de-projecoes-da-divida-publica-traz-estimativas-e-analises-sobre-endividamento>.

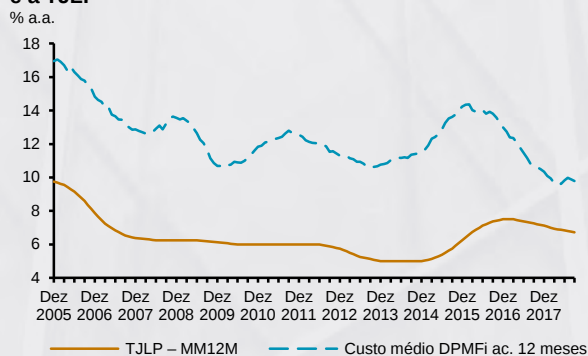
I – Impacto da antecipação de pagamentos pelo BNDES e da redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP

O custo de captação do Tesouro Nacional pode ser mensurado, de forma aproximada, pelo custo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)⁴. Por sua vez, o custo contratual do BNDES nas operações que são objeto de análise neste box está vinculado à TJLP.⁵ Considerando que, historicamente, a TJLP se situou abaixo do custo médio da DPMFi, a remuneração recebida pelo Tesouro Nacional nos contratos com o BNDES foi menor do que o custo de captação, impactando negativamente as contas públicas.⁶

Desde dezembro de 2016, R\$280 bilhões referentes a operações de crédito indexadas à TJLP foram devolvidos antecipadamente pelo BNDES ao Tesouro Nacional.⁷ Os pagamentos foram liquidados tanto em espécie quanto em títulos públicos da carteira da instituição financeira.⁸ Se não tivessem ocorrido, a despesa de juros apropriada pelo setor público teria sido, naturalmente, mais elevada, na medida em que o diferencial de taxas teria incidido sobre saldo maior.

A redução do *spread* entre o custo de captação dos recursos aportados e a remuneração recebida pelo Tesouro Nacional em período recente também impactou a conta de juros nominais. Note-se que, entre o final de 2009 e o início de 2016, houve ampliação do diferencial entre essas taxas (Gráfico 2). Em dezembro de 2009, ao custo médio da DPMFi de 10,3% a.a. correspondia TJLP de 6,0% a.a. O diferencial de 4,3 pontos percentuais (p.p.) entre essas taxas aumentou para 9,0 p.p. em janeiro de 2016. A partir dessa data, no entanto, observou-se a reversão desse processo, com recuo do *spread* para 2,7 p.p. em setembro de 2018. Tal dinâmica repercutiu, por um lado, a redução do custo médio da dívida pública, que caiu de 16,5% a.a. para 9,2% a.a., em linha com o processo de desinflação e a flexibilização monetária no período. Por outro, refletiu comportamento mais estável da TJLP frente a esse movimento, que apresentou recuo de 0,9 p.p. no mesmo horizonte de tempo.

Gráfico 2 – Comparativo entre o custo médio da DPMFi e a TJLP



É possível estimar o impacto fiscal dos pagamentos antecipados pelo BNDES e da redução do diferencial entre custo médio da DPMFi e a TJLP sobre o resultado de juros nominais. Uma maneira simples de fazê-lo é

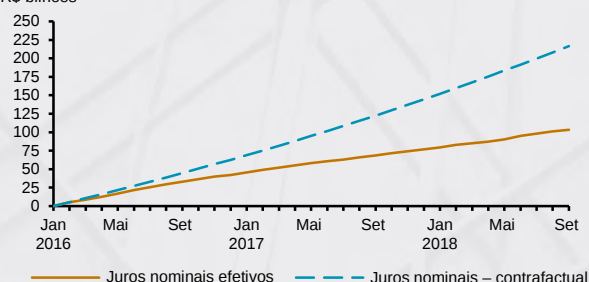
- 4/ Rigorosamente, o custo de captação é definido em cada contrato em linha com condições de mercado e com o perfil de dívida emitida. No entanto, o Tesouro Nacional também adota o custo médio da DPMFi como *proxy* do custo de captação. Para maiores informações metodológicas, ver a Portaria do Ministério da Fazenda nº 57, de 27 de fevereiro de 2013.
- 5/ Este box analisará somente o crédito do Tesouro Nacional junto ao BNDES indexado à TJLP, que é a grande maioria do total desse ativo na DLSP (cerca de 96% em setembro de 2018).
- 6/ Importante destacar que a metodologia de apuração dos juros nominais utilizada pelo Banco Central do Brasil é diferente da metodologia de apuração dos subsídios creditícios utilizada pelo Tesouro Nacional, disponível na Portaria do Ministério da Fazenda nº 57, de 27 de fevereiro de 2013. Para detalhes, ver o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central do Brasil, disponível em https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/notas_metodologicas/estatisticas-fiscais/estatisticasfiscais.pdf.
- 7/ O total de recursos devolvidos antecipadamente desde 2015 somou R\$309 bilhões até setembro de 2018. No entanto, aqueles devolvidos em dezembro de 2015 (R\$15,8 bilhões) e janeiro de 2016 (R\$13,2 bilhões) não estavam vinculados à TJLP.
- 8/ Convém registrar que, no primeiro caso, os recursos foram utilizados para abatimento da dívida pública.

considerar cenário contrafactual sem devoluções e sem redução do diferencial entre custo médio da DPMFi e TJLP (para isso, supõe-se ambas as taxas fixas nos respectivos patamares de janeiro de 2016).

Com base nessas premissas, estimou-se que os pagamentos antecipados pelo BNDES e o estreitamento do diferencial entre custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP geraram redução de R\$113,4 bilhões nas despesas líquidas com juros nominais entre fevereiro de 2016 e setembro de 2018, conforme demonstra o Gráfico 3 (diferença entre os juros nominais efetivamente acumulados no período – linha contínua – e os juros nominais acumulados no cenário contrafactual descrito acima – linha tracejada). Em relação à taxa implícita da DLSP, os fatores analisados promoveram recuo de 1,6 p.p. na taxa acumulada em doze meses (% a.a.) no mesmo período (Gráfico 4).

Gráfico 3 – Impacto das devoluções antecipadas e da redução do diferencial entre custo de captação do Tesouro e TJLP

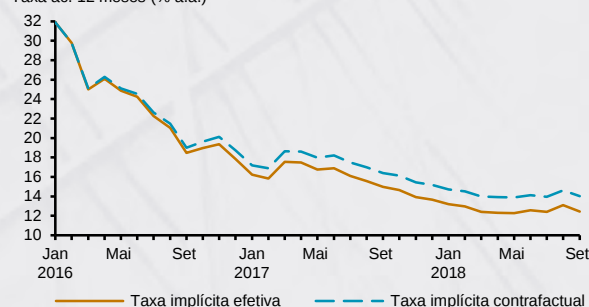
Juros nominais acumulados
R\$ bilhões



Fontes: BCB e Tesouro Nacional

Gráfico 4 – Impacto das devoluções antecipadas e da redução do diferencial entre custo de captação do Tesouro e TJLP

Taxa de juros implícita da DLSP
Taxa ac. 12 meses (% a.a.)

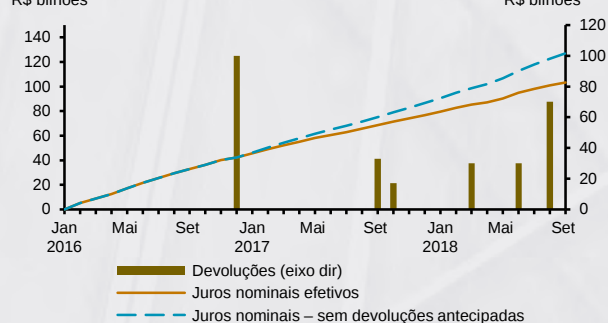


Pode-se, ainda, decompor a economia total obtida como a soma das contribuições de cada fator – pagamento antecipado e redução do diferencial de taxas. Isso envolve combinações das trajetórias observadas para cada um desses fatores com trajetórias contrafactuais.⁹

Decompondo o impacto total nos efeitos dos dois fatores, estimou-se que os pagamentos antecipados contribuíram, isoladamente, para diminuir em R\$23,8 bilhões as despesas líquidas de juros nominais e em 0,5 p.p. a taxa de juros implícita acumulada em doze meses (% a.a.) – Gráficos 5 e 6, respectivamente. Note-

Gráfico 5 – Impacto das devoluções antecipadas pelo BNDES

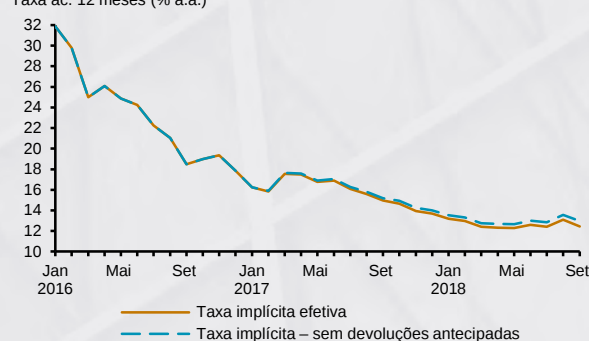
Juros nominais acumulados
R\$ bilhões



Fontes: BCB e Tesouro Nacional

Gráfico 6 – Impacto das devoluções antecipadas pelo BNDES

Taxa de juros implícita da DLSP
Taxa ac. 12 meses (% a.a.)



9/ Há duas formas de decompor a economia total obtida, ambas considerando a soma da contribuição desses dois fatores: i) devolução antecipada e ii) redução do diferencial de taxas. Essas formas consideram a seguintes possibilidades:

A1: devolução antecipada (de empréstimos)

A2: não devolução antecipada

B1: redução do diferencial de taxas (entre custo de captação do TN e TJLP)

B2: não redução do diferencial de taxas

Uma primeira forma seria comparar os cenários “A2 e B1 contra A1 e B1” (efeito devolução antecipada), acrescido da comparação dos cenários “A2 e B1 contra A2 e B2” (efeito redução do diferencial de taxas). Alternativamente, a outra forma de cálculo seria obtida pela comparação dos cenários “A1 e B2 contra A2 e B2” (efeito devolução antecipada), acrescido da comparação dos cenários “A1 e B2 contra A1 e B1” (efeito redução do diferencial de taxas). Neste boxe, optou-se pela segunda alternativa no cálculo dos impactos fiscais. Registre-se que a opção pela primeira alternativa não altera as conclusões básicas do exercício.

se que a primeira devolução, ocorrida ao final de 2016, exerceu a maior influência sobre esse resultado (R\$17,1 bilhões e 0,3 p.p. da taxa de juros implícita da DLSP acumulada em doze meses), não só pelo volume expressivo de recursos envolvidos, mas também pelo período decorrido desde a devolução – 21 meses.

Por sua vez, o estreitamento do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP, quando comparado ao cenário contrafactual, reduziu em R\$89,6 bilhões o resultado de juros nominais e em 1,1 p.p. a taxa de juros implícita acumulada em doze meses (% a.a.) – Gráficos 7 e 8, respectivamente.

Gráfico 7 – Impacto da redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro e a TJLP

Juros nominais acumulados

R\$ bilhões

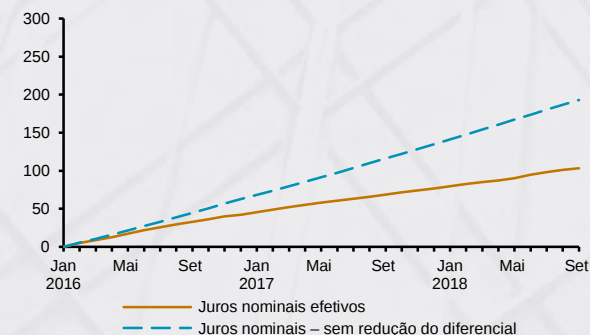
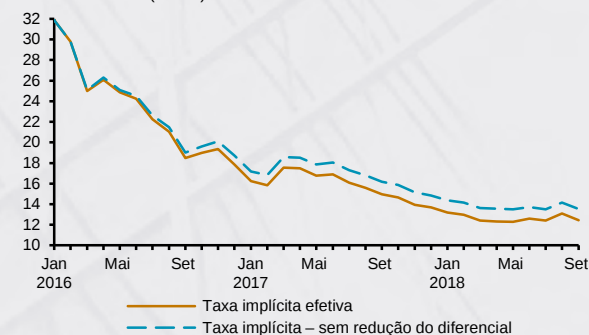


Gráfico 8 – Impacto da redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro e a TJLP

Taxa de juros implícita da DLSP

Taxa ac. 12 meses (% a.a.)



II – Impacto da maior apropriação de receitas de juros pelo Tesouro Nacional

Por último, considerando que parte relevante da redução do diferencial entre as taxas de juros decorreu da trajetória mais estável da TJLP, vale simular o impacto fiscal isolado desse fator. Para esse exercício, comparou-se a receita de juros nominais efetivamente apropriada pelo Tesouro Nacional entre fevereiro de 2016 e setembro de 2018 com a receita contrafactual resultante de outra trajetória da TJLP: aquela em que essa taxa acompanha a redução efetiva do custo médio da DPMFi, mantendo fixo o *spread* médio observado no período anterior.¹⁰

Essa simulação indica que as receitas apropriadas pelo Tesouro Nacional entre fevereiro de 2016 e setembro de 2018 foram R\$23,2 bilhões maiores comparativamente às receitas provenientes de trajetória contrafactual da TJLP, conforme as premissas adotadas (Gráfico 9), enquanto a taxa de juros implícita acumulada em doze meses (% a.a.) foi 0,3 p.p. menor (Gráfico 10).

Gráfico 9 – Impacto da TJLP efetiva vs contrafactual

Receita acumulada

R\$ bilhões

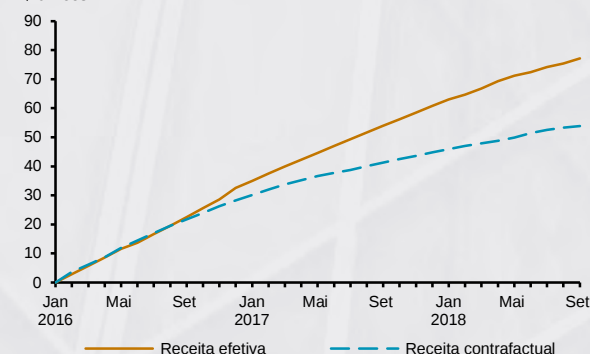
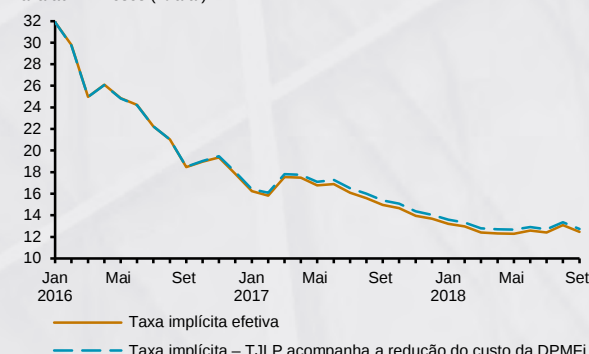


Gráfico 10 – Impacto da TJLP efetiva vs contrafactual

Taxa de juros implícita da DLSP

Taxa ac. 12 meses (% a.a.)



Em suma, os pagamentos antecipados pelo BNDES no âmbito dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional, bem como a redução do diferencial entre o custo de captação do Tesouro Nacional e a TJLP mitigaram de forma substantiva os impactos fiscais negativos decorrentes das operações entre o Governo Federal e o BNDES.

10/ A TJLP contrafactual foi calculada mantendo-se fixo o *spread* médio observado entre dezembro de 2009 e janeiro de 2016: 6,4 p.p.

Liquidações antecipadas de operações de crédito no Sistema Financeiro Nacional

Boxes anteriores do Relatório de Inflação trouxeram evidências do processo de substituição de financiamento de pessoas jurídicas junto ao Sistema Financeiro Nacional (SFN) por financiamentos junto ao mercado externo e ao mercado de capitais doméstico, a partir de 2017, enfatizando as informações sobre o volume de recursos tomados, o estoque de dívidas e os custos das operações contratadas.¹ O presente box busca aprofundar a análise desse processo, observando o movimento de liquidações antecipadas de operações no âmbito do SFN² por parte das empresas não financeiras que buscaram recursos no mercado externo ou no mercado de capitais doméstico³.

Analisaram-se as liquidações antecipadas de operações no SFN dessas empresas no período de janeiro de 2014 a setembro de 2018, com informações sobre o volume e o número de empresas que efetuaram operações dessa natureza. Adicionalmente, compararam-se os custos das operações liquidadas antecipadamente no SFN com os das possíveis captações nos mercados externo ou de capitais doméstico. Os resultados mostram significativa elevação das liquidações antecipadas no SFN a partir de meados de 2017, notadamente das operações financiadas com recursos direcionados, e trazem evidências de que essa elevação está associada aos custos relativos das diversas fontes de financiamento.

O volume de operações de crédito liquidadas antecipadamente no SFN para o grupo de empresas considerado, segregando-o entre operações com recursos livres e recursos direcionados, é apresentado no Gráfico 1. Observa-se aumento do volume total de liquidações antecipadas durante todo o período, com aceleração a partir de meados de 2017, especialmente no segmento de recursos direcionados. Considerando valores acumulados em doze meses, o volume de liquidações antecipadas atingiu R\$71 bilhões em setembro de 2018 (R\$55 bilhões em setembro de 2017).

Neste trabalho, uma liquidação antecipada no SFN foi considerada como evidência do processo de substituição de financiamento quando a empresa que realizou a liquidação também captou recursos nos mercados externos ou de capitais nos dois meses anteriores.⁴ Observou-se elevação na frequência de liquidações antecipadas precedidas por financiamentos fora do SFN a partir de meados de 2017, atingindo 20,0% em setembro de 2018 comparativamente a 13% em setembro de 2017, e do aumento do número de empresas que liquidaram antecipadamente as operações (Gráfico 2).

1/ Para mais detalhes ver os boxes “Financiamento junto ao mercado de capitais e ao setor externo e estoque de endividamento das empresas”, do Relatório de Inflação de março de 2018, e “Custo de financiamento às pessoas jurídicas”, do Relatório de Inflação de setembro de 2018,

2/ Com o intuito de concentrar a análise em operações de crédito cujas liquidações antecipadas representam economia significativa, consideram-se as liquidações antecipadas feitas pelo menos noventa dias antes da data de vencimento. Adicionalmente, foram desconsideradas as liquidações antecipadas relacionadas a modalidades de crédito típicas de curto prazo (desconto de duplicatas, conta garantida, etc.). Assim, as operações de crédito consideradas tornam-se mais comparáveis aos financiamentos fora do SFN, que possuem prazos em geral maiores, como mostrou o box “Custo de financiamento às pessoas jurídicas”, do Relatório de Inflação de setembro de 2018.

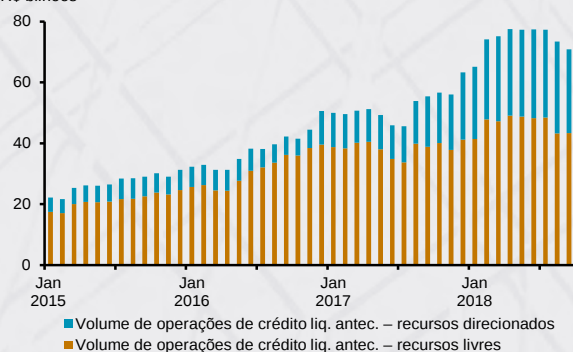
3/ Por meio de emissões de debêntures ou notas promissórias no país ou por meio de operações intercompanhia, emissões de títulos, empréstimos e créditos comerciais no exterior.

4/ Para emissões de debêntures e notas promissórias, considera-se o mês de emissão dos ativos. Para os financiamentos no setor externo, considera-se o mês em que os recursos foram internalizados no Brasil. Nos casos em que determinada empresa realiza mais de um financiamento fora do SFN, considera-se o financiamento fora do SFN mais próximo à data da liquidação. Caso seja liquidada mais de uma operação de crédito no mesmo mês pela empresa, agregam-se os valores das liquidações antecipadas e calculam-se taxas de juros e prazos médios dessas liquidações, ponderando-os pelos valores das operações liquidadas antecipadamente.

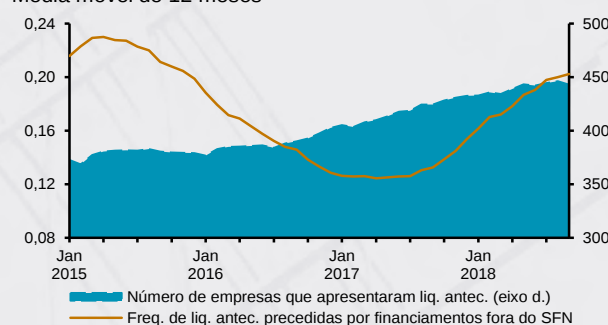
Gráfico 1 – Liquidações antecipadas no SFN

Acumulado em 12 meses

R\$ bilhões

**Gráfico 2 – Frequência de liquidações antecipadas no SFN precedidas por financiamentos no setor externo ou no mercado de capitais doméstico**

Média móvel de 12 meses



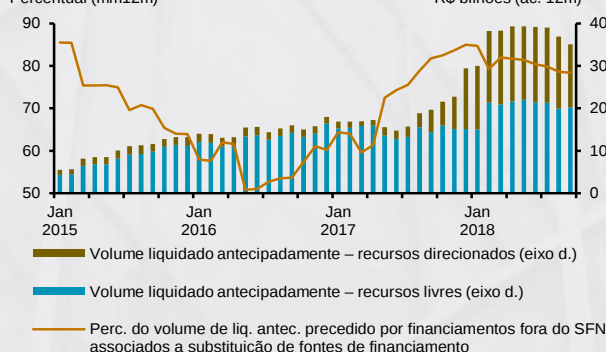
Importa registrar que, apesar da frequência (em termos percentuais) de liquidações antecipadas precedidas por financiamentos fora do SFN no final da série ser um pouco menor à observada no início, esse percentual se aplica a um universo mais amplo de empresas, o que faz com que seja maior o total de empresas que fizeram liquidações antecipadas dessa natureza.

O volume de liquidações antecipadas precedidas por financiamentos fora do SFN, até o primeiro semestre de 2017, estava associado, fundamentalmente, a empréstimos com recursos livres das instituições financeiras (87%, nos doze meses terminados em junho de 2017). Esse padrão se altera a partir do segundo semestre de 2017, com crescimento expressivo dessas antecipações no segmento de recursos direcionados, que passou a representar 42% do volume de liquidação antecipada nos doze meses até setembro de 2018 (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Volume de liquidações antecipadas no SFN precedido por financiamentos fora do SFN

Percentual (mm12m)

R\$ bilhões (ac. 12m)



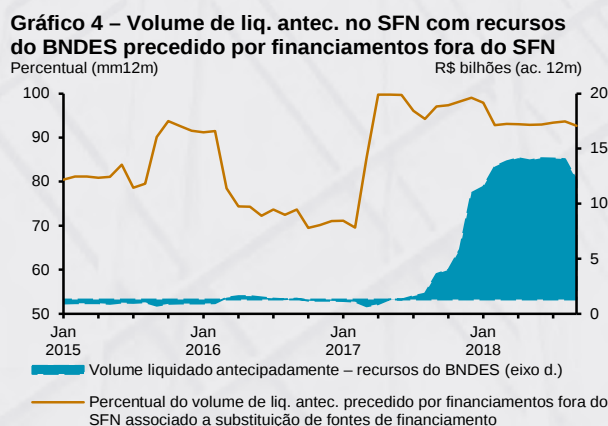
Adicionalmente, observa-se que o percentual dessas liquidações substituído por outras fontes de recursos passou de 51% em junho de 2016 para 78% em setembro de 2018.⁵ Nesse contexto, de R\$71 bilhões registrados como liquidações antecipadas no SFN acumuladas nos doze meses até setembro de 2018 (Gráfico 1), cerca de R\$35 bilhões referem-se a empresas que também captaram fora do SFN, e R\$27 bilhões (78%) caracterizam-se como operações de substituição de fontes de financiamento. Quase a metade do volume dessas operações está associada às operações realizadas com recursos direcionados.⁶ Ressalte-se que a magnitude desse valor (R\$27 bilhões) se destaca em relação a outros meses da amostra utilizada no exercício. Cálculos análogos apontam R\$8 bilhões nos doze meses encerrados em setembro de 2015, R\$9 bilhões

5/ Considerou-se que, para cada ocorrência de liquidação antecipada precedido de captação fora do SFN, o montante que pode ter sido substituído corresponde ao menor valor entre o i) valor da liquidação antecipada e o ii) valor do financiamento fora do SFN. Nesse sentido, se o montante captado fora do SFN for maior do que o valor da liquidação, o excedente captado acima deste valor não é considerado.

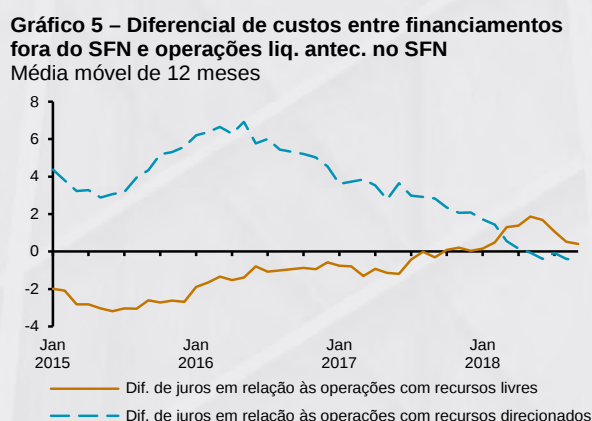
6/ É importante ressaltar que os financiamentos fora do SFN considerados nesse exercício não abrangem o universo de opções disponíveis para esses financiamentos. Não são considerados, por exemplo, emissões de ações e títulos do agronegócio. Logo, é provável que o volume aqui apresentado de liquidações antecipadas no SFN que estavam potencialmente associadas a substituição por outras fontes de financiamento esteja subestimado.

em setembro de 2016 e R\$16 bilhões em setembro de 2017, períodos em que, como assinalado, a dívida substituída do SFN foi composta majoritariamente por operações de crédito financiadas por recursos livres.

Ressalte-se que o crescimento do volume de liquidações antecipadas de operações com recursos direcionados precedidas por financiamento fora do SFN decorreu, especialmente, do comportamento dos empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O volume de liquidações antecipadas dessas operações passou de R\$3,6 bilhões nos doze meses encerrados em setembro de 2017 para R\$12,1 bilhões nos doze meses até setembro de 2018. Verificou-se, ainda, que o percentual das liquidações antecipadas do BNDES que pode ter sido substituído por captações fora do SFN aumentou significativamente no primeiro semestre de 2017, situando-se acima de 90% até o final do período observado.



As evidências apresentadas sobre a relação entre liquidações antecipadas no SFN e substituição de fontes de financiamento podem ser corroboradas pelo diferencial de custos de financiamento observado nesses mercados. O diferencial médio de juros entre as operações, ponderado pelo valor da liquidação antecipada, pode ser observado no Gráfico 5,⁷ onde valores positivos indicam custos mais altos no mercado externo ou no mercado de capitais doméstico. Observa-se que os financiamentos fora do SFN apresentaram custos mais baixos que as operações com recursos livres liquidadas antecipadamente até o início de 2018, período que coincide com a predominância de operações com recursos livres liquidadas antecipadamente precedidas por financiamentos fora do SFN. Desde então, os custos dos financiamentos fora do SFN ficaram relativamente maiores. Registre-se, contudo, que o diferencial médio de juros é ponderado pelo valor das liquidações antecipadas, o que o torna sensível a um grupo reduzido de operações liquidadas de valor expressivo.

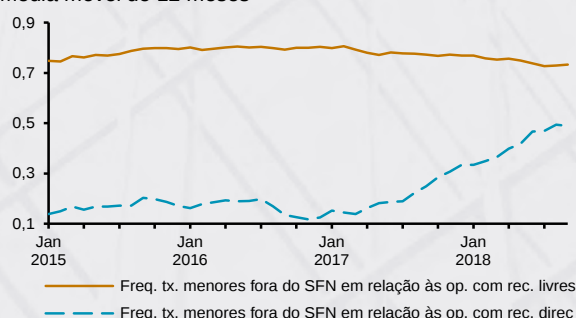


A frequência de situações em que os custos de financiamentos fora do SFN foram inferiores às taxas de juros das operações liquidadas antecipadamente é apresentada no gráfico 6. Percebe-se que durante todo

7/ Os custos de financiamento de cada operação foram calculados seguindo a metodologia descrita no box “Custo de financiamento às pessoas jurídicas”, do Relatório de Inflação de setembro de 2018.

o período analisado, mais de 70% das liquidações antecipadas com recursos livres apresentaram custos mais altos em relação aos financiamentos no setor externo ou no mercado de capitais doméstico, evidenciando que o custo de financiamento pode ter papel relevante no processo de decisão das empresas no caso das liquidações antecipadas no SFN.⁸

Gráfico 6 – Frequência de casos em que os custos de financiamento fora do SFN foram inferiores às taxas das operações liquidadas antecipadamente no SFN
Média móvel de 12 meses



O comportamento dos custos e das liquidações antecipadas com recursos direcionados segue trajetória distinta da verificada para as operações liquidadas antecipadamente com recursos livres. Até meados de 2016, os custos de financiamento das operações com recursos direcionados foram de 3 a 7 p.p. inferiores aos das captações fora do SFN. De meados de 2016 em diante, os custos de financiamentos fora do SFN convergem gradualmente para os das operações com recursos direcionados liquidadas antecipadamente. Até o primeiro semestre de 2017, contudo, as liquidações antecipadas com recursos direcionados representam uma parcela relativamente pequena do volume de liquidações antecipadas precedidas por financiamentos fora do SFN. A partir desse período, quando o diferencial de custos entre essas operações se situa próximo a 2%, o volume de liquidações antecipadas com recursos direcionados aumenta substancialmente. Concomitante, os custos de financiamentos fora do SFN ficaram progressivamente mais atrativos, situando-se abaixo dos custos das operações com recursos direcionados liquidadas antecipadamente no fim da amostra. Em movimento consistente, a frequência de casos em que os custos das operações fora do SFN são inferiores às taxas das operações com recursos direcionados se eleva gradativamente, crescendo de 12% nos doze meses encerrados em novembro de 2016 para 49% nos doze meses encerrados em setembro de 2018, evidenciando novamente a importância dos custos de financiamento nas decisões de liquidações antecipadas no SFN.

Em suma, este boxe mostrou o crescimento significativo das liquidações antecipadas de operações de crédito no SFN, a partir de meados de 2017, tanto em termos de volume de recursos como em quantidade de eventos e empresas responsáveis, notadamente para os financiamentos com recursos direcionados. A análise encontrou evidências de que parte expressiva dessas liquidações estava relacionada à evolução dos custos relativos das operações no SFN, elemento determinante no processo de substituição do crédito bancário por fontes de financiamento nos mercados externo ou de capitais doméstico, corroborando as avaliações realizadas sobre o tema em boxes de Relatórios de Inflação anteriores.

8/ Além do custo, o prazo dos financiamentos também pode afetar a decisão das empresas em relação à substituição de fontes de financiamento. As liquidações antecipadas precedidas de captações em outros mercados apresentam prazos médios próximos a 415 e 970 dias no caso de operações com recursos livres e direcionados, respectivamente. Os financiamentos fora do SFN vinculados a essas liquidações apresentam prazo médio de 907 dias. Portanto, a substituição de uma operação no SFN financiada com recursos livres implica, em média, considerável alongamento da dívida das empresas, elemento que pode influenciar suas decisões ótimas de endividamento.

Projeções para o Balanço de Pagamentos de 2018 e 2019

Este boxe apresenta projeções revisadas para as principais contas do balanço de pagamentos de 2018 e 2019. As novas estimativas consideraram a evolução econômica doméstica e internacional e os dados mais recentes relativos aos fluxos de bens, serviços e capitais. Envolvem, ainda, hipótese acerca de impactos decorrentes de mudanças no Repetro¹, que têm elevado as importações líquidas, com contrapartidas na conta financeira, particularmente nos investimentos diretos no país.

Revisão da projeção para 2018

Projeta-se que o balanço comercial encerrará o ano com *superavit* de US\$51,0 bilhões, ante *superavit* de US\$55,3 bilhões apresentados no Relatório de Inflação de setembro de 2018, alteração que reflete a previsão de maior expansão anual das importações (23,4%) em relação às exportações (10,5%). Importante frisar que a previsão do resultado comercial do ano contempla projeção de importações líquidas de US\$4,4 bilhões no âmbito das operações afetadas pelo Repetro, considerados os fluxos ocorridos e a perspectiva para o último mês do ano.

Estima-se *deficit* anual da conta de serviços em US\$34,8 bilhões. O aumento de US\$2,3 bilhões em relação a previsão anterior reflete, sobretudo, ajuste na conta de transportes de US\$5,8 bilhões para US\$6,5 bilhões, em linha com o maior dinamismo da corrente de comércio. Adicionalmente, fizeram-se ajustes nas demais contas de serviços em virtude dos valores ocorridos ao longo do ano.

Os pagamentos líquidos de juros foram mantidos em US\$19,7 bilhões, considerando a atualização do cronograma de pagamento do serviço da dívida externa, influenciados, ainda, pela maior remuneração das reservas internacionais. A projeção para as remessas líquidas de lucros e dividendos foi reduzida em US\$3,5 bilhões, para US\$17,1 bilhões, refletindo revisão metodológica e os valores ocorridos ao longo do ano.

O *deficit* em transações correntes deverá alcançar US\$17,6 bilhões em 2018 (0,9% do Produto Interno Bruto – PIB), superior à projeção constante no Relatório de Inflação de setembro de 2018 (US\$14,3 bilhões). Cabe ressaltar que, descontados os efeitos das operações de exportações e importações abrangidas pelo Repetro, o *deficit* em transações correntes alcançaria 0,7% do PIB.

Em relação à conta financeira, a projeção para os ingressos líquidos de Investimentos Diretos no País (IDP) foi ampliada de US\$72,0 bilhões (3,8% do PIB) para US\$83,0 bilhões (4,4% do PIB). Esse ajuste decorre, em grande parte, da incorporação de dados mais recentes e da contrapartida de parte expressiva do montante previsto para importações de plataformas no âmbito das mudanças no Repetro, financiadas por operações intercompanhia. Note-se que o valor estimado para o IDP no ano segue em patamar significativamente superior à previsão de *deficit* das transações correntes.

1/ Regime Aduaneiro Especial para Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro). A Lei nº 13.586/2017 instituiu alterações no tratamento tributário dispendido aos investimentos no setor de óleo e gás, o que produzirá impactos nas transferências de propriedade de bens entre empresas não residentes e residentes. Os valores considerados nas projeções apresentadas neste Relatório podem passar por ajuste em decorrência das estratégias empresariais sobre o pagamento dessas importações. A esse respeito ver, por exemplo, nota divulgada pelo Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços em julho deste ano, disponível em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/component/content/article?id=3423>.

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Período	US\$ bilhões				
	2017		2018		2019
	Jan- nov	Ano	Jan- nov*	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-3,6	-5,5	-12,2	-17,6	-35,6
Balança comercial	59,4	64,0	47,4	51,0	38,0
Exportações	199,7	217,2	219,6	240,0	250,0
Importações	140,3	153,2	172,2	189,0	212,0
Serviços	-30,2	-33,9	-30,7	-34,8	-38,4
dos quais: viagens	-12,1	-13,2	-11,4	-13,0	-17,0
dos quais: transportes	-4,4	-5,0	-5,7	-6,5	-7,5
dos quais: aluguel de equip.	-15,1	-16,8	-13,4	-15,0	-13,5
Renda primária	-34,9	-38,3	-31,1	-36,5	-37,9
dos quais: juros	-20,6	-22,8	-15,9	-19,7	-17,7
dos quais: lucros e dividendos	-14,5	-15,8	-15,4	-17,1	-20,5
Renda secundária	2,1	2,6	2,3	2,7	2,7
Conta capital	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Conta financeira	3,5	1,3	-7,8	-17,2	-35,2
Investim. ativos ^{2/}	62,6	68,2	59,0	64,9	67,0
Inv. direto no ext.	15,1	19,4	10,4	15,0	7,0
Inv. Carteira	13,2	12,4	2,9	5,0	10,0
Outros Investimentos	34,3	36,5	45,7	44,9	50,0
dos quais: ativos de bancos	-8,8	-8,6	-12,1	-10,4	-7,3
Investim. passivos	71,8	72,7	79,9	93,5	113,2
IDP	65,6	68,5	77,8	83,0	90,0
Ações totais ^{3/}	2,9	5,7	-3,7	-3,0	5,0
Títulos no país	0,7	-5,1	-2,0	-	-
Emprést. e tit. LP ^{4/}	-9,2	-5,7	-5,9	-3,5	-0,8
Emprést. e tit. CP	-4,6	-5,3	-0,4	-	-
Crédito Comercial e outros	16,4	14,6	13,8	17,0	19,0
Derivativos	0,1	0,7	2,5	-	-
Ativos de reserva	12,5	5,1	10,6	11,5	11,0
Erros e omissões	6,7	6,4	4,0	-	-
Memo:					
Transações corr./PIB (%)		-0,3		-0,9	-1,8
IDP / PIB (%)		3,3		4,4	4,6
Taxa de rolagem (%)	97,9	97,1	92,6	95,0	100,0

1/ Projeção.

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

3/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

* Dados estimados.

para esse ano), e de US\$212,0 bilhões de importações (elevação de 10,9% descontadas as importações no âmbito do Repetro, estimadas para os dois anos). O crescimento correspondente na corrente de comércio deverá ser de 7,7%.

Em relação à conta de serviços, projeta-se incremento do *deficit* em relação a 2018, atingindo US\$38,4 bilhões (expansão de 10,3% em relação ao previsto para 2018). Destacam-se as perspectivas de despesas líquidas mais elevadas com viagens (crescimento de 30,8%) – repercutindo o cenário de expansão da renda –, e com transportes (expansão de 15,4%), em virtude do maior volume na corrente de comércio. Em sentido oposto, as despesas líquidas com aluguel de equipamentos deverão se manter em trajetória de recuo, alcançando

A projeção para os fluxos de títulos no país em 2018 não sofreu alteração em relação ao Relatório de Inflação de setembro e foi mantida em zero. Considerando outros investimentos, a conta de crédito comercial e outros, foi revisada de US\$20,1 bilhões para US\$17,0 bilhões, em função dos valores ocorridos ao longo do ano.

As taxas de rolagem projetadas para o ano – calculadas sobre as operações de longo prazo de empréstimos e títulos negociados no mercado internacional –, foram revisadas para 95%, de 90%, refletindo as melhores condições de mercado observadas nos últimos meses.

Revisão da projeção para 2019

As estimativas para o balanço de pagamentos em 2019 consideraram as perspectivas econômico-financeiras para cenário internacional – assinaladas em parte na primeira seção deste capítulo –, em especial as relativas ao desempenho da atividade econômica dos principais parceiros comerciais; contemplam, ainda, projeções para a economia doméstica no próximo ano, bem como efeitos defasados da evolução do câmbio ao longo de 2018. Adicionalmente, consideraram-se hipóteses para os impactos das mudanças promovidas pelo Repetro, que abrangem importações em torno de US\$15 bilhões no ano, cabendo ressaltar o elevado grau de incerteza que envolve esse valor.

O *deficit* em transações correntes estimado para o final do ano alcançará US\$35,6 bilhões, equivalentes a 1,8% do PIB, ou 1,0% do PIB se descontados os efeitos do Repetro, comparativamente a 0,9% ou 0,7% do PIB em 2018, na mesma ordem. Projeta-se recuo do saldo comercial para US\$38,0 bilhões, resultado de US\$250,0 bilhões de exportações (aumento de 7,5% em relação a 2018, descontadas as exportações no âmbito do Repetro, estimadas

US\$13,5 bilhões, no exercício (redução anual de 10%). Entre outros fatores, essa trajetória é explicada pelas mudanças no Repetro, visto que as plataformas de não residentes, que operam no Brasil e implicam em despesas de aluguel, passarão a ser de residentes.

Do lado da renda primária, espera-se ligeiro aumento das remessas líquidas, atingindo *deficit* de US\$37,9 bilhões. A projeção para o pagamento líquido de juros, US\$17,7 bilhões, mostra recuo em relação ao valor esperado para 2018, refletindo a ligeira queda no estoque da dívida externa, bem como o aumento da remuneração de reservas internacionais, devido à expectativa de normalização gradual da política monetária nos países centrais. As remessas líquidas de lucros no próximo ano, estimadas em US\$20,5 bilhões, também deverão crescer (19,9%) em relação ao previsto para 2018, como resultado da sensibilidade em relação ao comportamento da atividade doméstica.

A perspectiva de melhor desempenho da economia brasileira em 2019 deverá também estimular os ingressos de investimentos estrangeiros. Projetam-se ingressos de IDP na ordem de US\$90 bilhões no ano, US\$7,0 bilhões a mais que o previsto para 2018, já incorporando, entre outros fatores, as contrapartidas das importações de plataformas com as mudanças do Repetro. Estima-se elevação dos investimentos em ações em 2019, para US\$5,0 bilhões, ante saídas líquidas de US\$3,0 bilhões projetadas para 2018. A taxa de rolagem para o próximo ano, está projetada em 100%. Ressalte-se, portanto, que os ingressos de IDP continuarão a financiar amplamente o *deficit* em transações no próximo ano.

Perspectivas para a inflação

2

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2021, cobrindo, portanto, a totalidade dos anos-calendário para os quais há definição das metas para a inflação, por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN).

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a última reunião do Copom, realizada em 11 e 12.12.2018 (219ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central do Brasil, a data de corte é 7.12.2018, a menos de indicação contrária.

As projeções condicionais para a inflação são apresentadas em quatro cenários, dependendo do condicionante usado para as trajetórias da taxa de câmbio e da taxa Selic ao longo do horizonte de projeção. Os condicionantes podem ser trajetórias oriundas das expectativas coletadas na pesquisa Focus ou trajetórias em que os valores dessas variáveis permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção.

O primeiro cenário assume que a taxa Selic e a taxa de câmbio permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção, enquanto o segundo cenário supõe trajetórias extraídas da pesquisa Focus para essas duas variáveis.

Também são apresentados outros dois cenários, chamados de cenários “híbridos”, que combinam como pressupostos taxa Selic constante e taxa de câmbio da pesquisa Focus e, alternativamente, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante.

É importante salientar que as projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente na supracitada data de corte. As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas.

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

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

No Relatório de Inflação de setembro, foram apresentadas, excepcionalmente, projeções de curto prazo para dois cenários, que utilizam: (i) taxas Selic e de câmbio constantes; e (ii) taxas Selic e de câmbio de acordo com a pesquisa Focus.²⁹ A trajetória dos condicionantes mostrou-se mais próxima com a do segundo cenário³⁰, o que se refletiu na trajetória da inflação ao consumidor, medida pelo IPCA.

No trimestre encerrado em novembro, a inflação ao consumidor situou-se 0,35 p.p. abaixo da projetada no cenário com taxas Selic e de câmbio constantes, e 0,15 p.p. abaixo da projetada no cenário baseado na pesquisa Focus (Tabela 2.1). Além das diferenças entre as trajetórias de taxa de câmbio utilizada como pressuposto e a efetivamente observada, os erros de previsão refletiram o recuo da cotação internacional do petróleo, o patamar de bandeira tarifária mais favorável que o previsto e descontos promocionais nos segmentos de vestuário e higiene pessoal. Em contraste, destaque para alta mais expressiva nos preços de alimentos.

No cenário com taxas Selic e de câmbio constantes, as projeções de curto prazo consideram variações de 0,15%, 0,37% e 0,42% para o IPCA nos meses de dezembro, janeiro e fevereiro, respectivamente. Caso se concretize, a alta de 0,94% no trimestre ficará abaixo daquela observada no mesmo período de 2018 (1,05%), implicando desaceleração da inflação acumulada em doze meses, de 4,05% em novembro para 3,93% em fevereiro (Tabela 2.2).

Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2018				
	Set	Out	Nov	No trim.	12 meses até nov
Cenários do Copom^{1/}					
Selic e câmbio constantes	0,40	0,43	0,24	1,07	4,41
Selic e câmbio Focus	0,38	0,34	0,15	0,87	4,20
IPCA observado	0,48	0,45	-0,21	0,72	4,05
Surpresa					
Selic e câmbio constantes	0,08	0,02	-0,45	-0,35	-0,36
Selic e câmbio Focus	0,10	0,11	-0,36	-0,15	-0,15

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenários na data de corte do Relatório de Inflação de setembro de 2018.

Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo

	Variação %				
	2018	2019			
	Dez	Jan	Fev	No trimestre	12 meses até fev
Cenário do Copom^{1/}	0,15	0,37	0,42	0,94	3,93

Fontes: IBGE e BCB

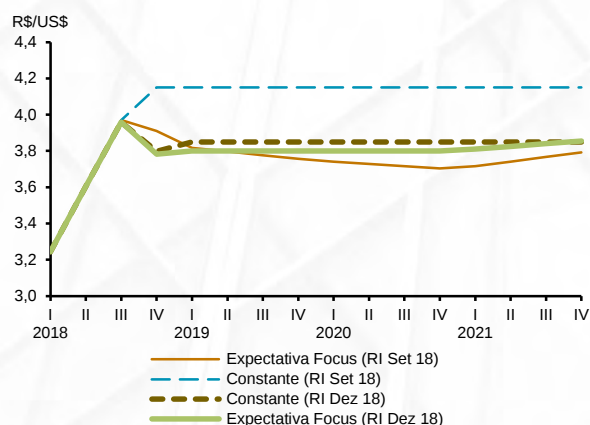
1/ Cenário na data de corte.

29/ Conforme explicado no Relatório de setembro, a diferença na trajetória de câmbio entre os dois cenários levou a discrepância de 0,2 p.p. entre as projeções de curto prazo, motivo pelo qual optou-se por apresentar ambas as projeções.

30/ O cenário (i) pressupunha câmbio constante a R\$4,15/US\$, ao passo que o cenário (ii) considerava trajetória de apreciação cambial ao longo dos últimos meses de 2018, fechando o ano em R\$3,83/US\$.

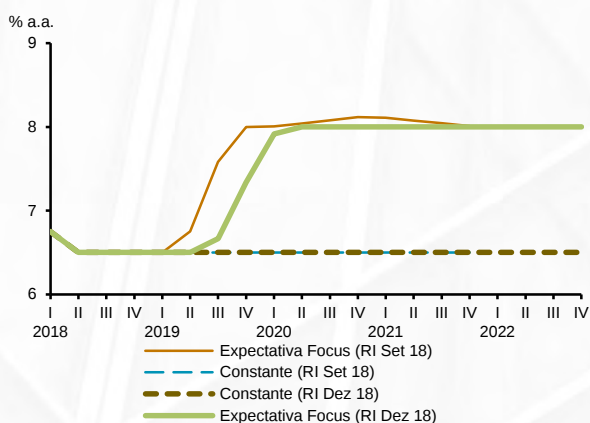
A trajetória prevista para a taxa de inflação acumulada em doze meses reflete, sobretudo, a intensificação do recuo dos preços dos combustíveis na bomba, repercutindo, com defasagem, movimento já observado no atacado. Em sentido contrário, destacam-se a continuidade do aumento dos preços de alimentos, tendo em vista a possível influência do fenômeno climático *El Niño*, e a aceleração da variação acumulada das tarifas de energia elétrica³¹. Mês a mês, destacam-se, em dezembro, a perspectiva de recuos nos preços dos combustíveis e de energia elétrica, atenuados pela reversão de descontos promocionais observados no mês anterior; e de altas sazonais nos custos de passagem aérea, ônibus urbano e educação em dezembro, janeiro e fevereiro, respectivamente.

Gráfico 2.1 – Taxa de câmbio usada nas projeções



Obs.: Os valores referem-se a médias trimestrais.

Gráfico 2.2 – Meta da taxa Selic usada nas projeções



Obs.: Os valores referem-se a médias trimestrais.

2.2 Projeções condicionais

O valor da taxa de câmbio utilizado nos cenários que assumem valor constante para essa variável passou de R\$4,15/US\$, no Relatório de Inflação de setembro de 2018, para R\$3,85/US\$³² (Gráfico 2.1). A mediana das expectativas para a taxa de câmbio para os finais de ano, extraídas da pesquisa Focus de 7.12.2018, quando comparada com os valores de 14.9.2018, reduziu de R\$3,83/US\$ para R\$3,78/US\$ para 2018. Para os finais dos anos seguintes, a mediana aumentou de R\$3,75/US\$ para R\$3,80/US\$ para 2019, de R\$3,70/US\$ para R\$3,80/US\$ para 2020 e de R\$3,80/US\$ para R\$3,86/US\$ para 2021 (Gráfico 2.1).

No caso da taxa Selic, o valor assumido nos cenários que utilizam taxa constante manteve-se em 6,50% a.a. (Gráfico 2.2). Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e o comportamento dos prêmios de risco, a taxa projetada do *swap* pré-DI de 360 dias, depois do expressivo aumento verificado no terceiro trimestre de 2018, apresenta valores mais baixos nos trimestres seguintes, estabilizando-se a partir do final de 2019.

A mediana das expectativas para a taxa Selic extraídas da pesquisa Focus, também na comparação entre 14.9.2018 e 7.12.2018, manteve-se em

31/ Apesar da transição para bandeira verde em dezembro de 2018, espera-se aumento na variação acumulada em doze meses das tarifas de energia elétrica entre novembro de 2018 e fevereiro de 2019. O efeito se deve ao adicional tarifário maior, aplicado em novembro de 2017 (bandeira vermelha 2), comparativamente a novembro de 2018 (bandeira amarela).

32/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados na sexta-feira anterior à reunião do Copom.

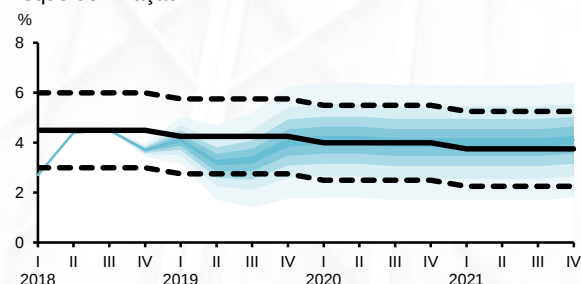
Tabela 2.3 – Projeções centrais de inflação em diferentes cenários

Ano	Trim.	Meta para a inflação	Selic e câmbio constantes	Selic e câmbio Focus	Selic Focus e câmbio constante	Selic constante e câmbio Focus
2018	IV	4,50	3,7	3,7	3,7	3,7
2019	I		4,1	4,0	4,1	4,0
2019	II		3,2	3,1	3,2	3,1
2019	III		3,3	3,2	3,3	3,2
2019	IV	4,25	4,0	3,9	4,0	3,9
2020	I		4,1	4,0	4,0	4,1
2020	II		4,1	3,9	3,9	4,0
2020	III		4,0	3,7	3,7	4,0
2020	IV	4,00	4,0	3,6	3,6	4,0
2021	I		4,0	3,6	3,6	4,0
2021	II		4,0	3,6	3,6	4,1
2021	III		4,0	3,6	3,6	4,1
2021	IV	3,75	4,1	3,7	3,6	4,2

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Gráfico 2.3 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes

Leque de inflação



Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

6,50% a.a. para o final de 2018, reduziu de 8,00% a.a. para 7,50% a.a. para o final de 2019 e de 8,13% a.a. para 8,00% a.a. para o final de 2020, mantendo-se nesse patamar em 2021 e 2022 (Gráfico 2.2).³³ Nessa trajetória, a taxa Selic começa a subir em setembro de 2019 e atinge 8,00% a.a. em fevereiro do ano seguinte. Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e o comportamento dos prêmios de risco, a taxa projetada do *swap* pré-DI de 360 dias cai até o primeiro trimestre de 2019 e inicia elevação no trimestre seguinte até o final do ano, quando passa a ficar relativamente estável.

As projeções aqui apresentadas dependem ainda de considerações sobre a evolução das reformas e ajustes necessários na economia. Seus efeitos sobre as projeções são capturados por meio dos preços de ativos, do grau de incerteza, das expectativas apuradas pela pesquisa Focus e através do seu efeito na taxa de juros estrutural da economia. Além desses canais, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impulsos sobre a demanda agregada.

As projeções apresentadas embutem o entendimento de que o processo de reformas estruturais, como as fiscais e creditícias, contribui para a redução gradual da taxa de juros estrutural.

Com base na combinação das projeções de curto prazo e dos condicionantes acima, foram construídas projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres. Essas projeções se baseiam na utilização de um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinado com exercício de julgamento.

A projeção central associada ao cenário que combina taxas Selic e de câmbio constantes por todo o horizonte de projeção indica que a inflação acumulada em quatro trimestres, depois de ter atingido o valor observado de 4,53% no terceiro trimestre de 2018, termina o ano em cerca de 3,7% (Tabela 2.3, Gráfico 2.3 e Tabela 2.4). A inflação projetada termina 2019 em 4,0% e a partir de então oscila em torno desse patamar até encerrar 2021 em 4,1%. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 6,1% para 2018, de 5,2% para 2019, de 4,0% para 2020 e de 4,2% para 2021.

33/ Como descrito no box “Modelo agregado de pequeno porte – 2017” (Relatório de Inflação de junho de 2017), a trajetória da taxa do *swap* pré-DI de 360 dias depende da trajetória da taxa Selic usada como condicionante para o mesmo período e da trajetória do prêmio (diferença entre a taxa do *swap* e a taxa esperada para a Selic). Portanto, a taxa do *swap* ao longo de 2021 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2022.

Tabela 2.4 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.							
		50%			30%			
				10%				
				Central				
2018	IV	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8
2019	I	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5
2019	II	2,6	2,9	3,1	3,2	3,3	3,5	3,8
2019	III	2,5	2,9	3,2	3,3	3,4	3,7	4,1
2019	IV	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2020	I	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0
2020	II	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0
2020	III	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2020	IV	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2021	I	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2021	II	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2021	III	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2021	IV	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0

Tabela 2.6 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.							
		50%			30%		10%	
		Central						
2018	IV	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8
2019	I	3,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4
2019	II	2,5	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	3,7
2019	III	2,4	2,8	3,1	3,2	3,3	3,6	4,0
2019	IV	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2020	I	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2020	II	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2020	III	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2020	IV	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2021	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2021	II	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2021	III	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2021	IV	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Tabela 2.7 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – Cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Ano	Trim.	RI de setembro	RI de dezembro
2018	IV	4,1	3,7
2019	I	4,5	4,0
2019	II	3,7	3,1
2019	III	3,9	3,2
2019	IV	4,0	3,9
2020	I	3,9	4,0
2020	II	3,8	3,9
2020	III	3,7	3,7
2020	IV	3,6	3,6
2021	I	3,6	3,6
2021	II	3,6	3,6
2021	III	3,7	3,6
2021	IV	3,8	3,7

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de setembro de 2018 (Tabela 2.7), as projeções para 2018 e 2019 recuaram basicamente pelos mesmos fatores apontados no cenário que emprega Selic e câmbio constantes, isto é, queda na taxa de câmbio e no preço de petróleo e revisão das bandeiras tarifárias de energia elétrica, cujos efeitos diretos se propagam pelos mecanismos inerciais. Em sentido contrário, contribuíram, principalmente para horizontes mais longos, o deslocamento do início do aumento da taxa Selic extraída da pesquisa Focus, de maio para setembro de 2019, e a queda nos prêmios de risco, que levaram a valores mais baixos para a taxa projetada do *swap* pré-DI.

Na comparação com o cenário que emprega Selic e câmbio constantes, observa-se que a inflação projetada nesse cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus é sempre inferior a partir do primeiro trimestre de 2019, resultante exatamente da diferença nas trajetórias dessas variáveis. Até o final de 2019, prevalece o efeito desinflacionário advindo da taxa de câmbio extraída da pesquisa Focus, e a partir do início de 2020 destaca-se o efeito do aumento da taxa Selic extraída da mesma pesquisa, sendo que, para 2021, esse efeito mais do que compensa o da depreciação na taxa de câmbio naquele ano.

Quando se compara com o Relatório de setembro, observa-se que a diferença entre as projeções dos cenários com distintas hipóteses sobre as taxas Selic e de câmbio diminui neste Relatório. A razão é a significativa redução da diferença entre as duas trajetórias da taxa de câmbio (Gráfico 2.1), além do aumento mais tardio da taxa Selic (Gráfico 2.2).

No cenário com taxas Selic e de câmbio da pesquisa Focus, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2018 situam-se próximas de 0%. As probabilidades referentes aos limites superior e inferior para os anos seguintes situam-se ao redor de 8% e 19% (2019), 9% e 21% (2020) e 13% e 15% (2021).

No cenário híbrido com câmbio constante e taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, as projeções de inflação são de cerca de 3,7%, 4,0%, 3,6% e 3,6% para 2018, 2019, 2020 e 2021, respectivamente (Tabela 2.8). Na comparação com o cenário que, alternativamente, supõe taxa Selic constante, as projeções se situam em níveis mais baixos a partir do primeiro trimestre

Tabela 2.8 – Projeção de inflação no cenário com Selic da pesquisa Focus e câmbio constante
Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.										
		50%			30%			Central			
				10%							
2018	IV	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8			
2019	I	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,5			
2019	II	2,6	2,9	3,1	3,2	3,3	3,5	3,8			
2019	III	2,5	2,9	3,2	3,3	3,4	3,7	4,1			
2019	IV	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9			
2020	I	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9			
2020	II	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8			
2020	III	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6			
2020	IV	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5			
2021	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5			
2021	II	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5			
2021	III	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5			
2021	IV	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5			

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Tabela 2.9 – Projeção de inflação no cenário com Selic constante e câmbio da pesquisa Focus
Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.										
		50%			30%			Central			
				10%							
2018	IV	3,6	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	3,8			
2019	I	3,6	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,4			
2019	II	2,5	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	3,7			
2019	III	2,4	2,8	3,1	3,2	3,3	3,6	4,0			
2019	IV	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8			
2020	I	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0			
2020	II	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9			
2020	III	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9			
2020	IV	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9			
2021	I	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9			
2021	II	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0			
2021	III	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0			
2021	IV	3,3	3,7	4,0	4,2	4,4	4,7	5,1			

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

de 2020, refletindo a trajetória mais elevada da taxa Selic (e da taxa do *swap* pré-DI).

Por fim, no cenário híbrido com taxa de câmbio da pesquisa Focus e taxa Selic constante, as projeções de inflação são de aproximadamente 3,7%, 3,9%, 4,0% e 4,2% para 2018, 2019, 2020 e 2021, respectivamente (Tabela 2.9). Na comparação com o cenário que, alternativamente, supõe taxa de câmbio constante, as projeções são inferiores para horizontes mais curtos, ficando depois relativamente iguais e terminando em valores superiores. Esse comportamento reflete o movimento de apreciação cambial mais forte no final de 2018 e posterior trajetória de depreciação.

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

Indicadores recentes da atividade econômica continuam evidenciando recuperação gradual da economia brasileira.

O cenário externo permanece desafiador para economias emergentes. Os principais riscos estão associados ao aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais, à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas e a incertezas referentes ao comércio global.

As expectativas de inflação para 2018, 2019 e 2020 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,7%, 4,1% e 4,0%, respectivamente. As expectativas para 2021 encontram-se em torno de 3,75%.

O Comitê avalia que diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis apropriados ou confortáveis, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

Em sua reunião mais recente (219ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2019 e, em menor grau, de 2020.

Na ocasião, o Copom comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções, mas com maior peso nos dois últimos riscos. Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode produzir trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, (ii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensifica no caso de (iii) deterioração do cenário externo para economias emergentes.

Os membros do Comitê avaliam que, em comparação com o cenário contemplado em sua reunião em outubro (218ª reunião), o risco de o nível de ociosidade elevado produzir trajetória prospectiva de inflação abaixo do esperado aumentou e o risco relacionado a uma frustração das expectativas de continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira diminuiu. Entretanto, o Comitê ressaltou que os riscos altistas para a inflação permanecem relevantes e seguem com maior peso em seu balanço de riscos. Dessa forma, os membros do Copom julgam que persiste, apesar de menos intensa, a assimetria no balanço de riscos para a inflação.

O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

O Comitê enfatiza que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a manutenção da inflação baixa no médio e longo prazos, para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressaltava ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes.

Os membros do Copom julgam que cautela, serenidade e perseverança nas decisões de política monetária, inclusive diante de cenários voláteis, têm sido úteis na perseguição de seu objetivo precípua de manter a trajetória da inflação em direção às metas. O Comitê entende que decisões pautadas por esses princípios constituem bom guia para a política monetária.

Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve manutenção da

taxa Selic no nível vigente. O Copom ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Ilan Goldfajn

Presidente

Carlos Viana de Carvalho

Diretor de Política Econômica

Carolina de Assis Barros

Diretora de Administração

Maurício Costa de Moura

Diretor de Relacionamento Institucional e Cidadania

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor de Regulação

Paulo Sérgio Neves de Souza

Diretor de Fiscalização

Reinaldo Le Grazie

Diretor de Política Monetária

Sidnei Corrêa Marques

Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

Tiago Couto Berriel

Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

Membros do Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Ilan Goldfajn

Diretor

Carlos Viana de Carvalho

Diretora

Carolina de Assis Barros

Diretor

Maurício Costa de Moura

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Paulo Sérgio Neves de Souza

Diretor

Reinaldo Le Grazie

Diretor

Sidnei Corrêa Marques

Diretor

Tiago Couto Berriel

Departamentos cujos chefes são responsáveis por apresentações técnicas nas reuniões do Copom (Circular nº 3.868/2017)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

João Barata Ribeiro Blanco Barroso

Departamento Econômico – Depec

Tulio José Lenti Maciel

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

André Minella

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Flávio Túlio Vilela

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

Alan da Silva Andrade Mendes

Siglas

a.a.	ao ano
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Copom	Comitê de Política Monetária
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DP	Dupla ponderação
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
DSTAT	Departamento de Estatísticas
EAM	Erro absoluto médio
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getúlio Vargas
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICC	Indicador de Custo de Crédito
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICVA	Índice Cielo de Varejo Ampliado
IDP	Investimentos Diretos no País
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
MA	Médias aparadas
MM3M	Média Móvel 3 Meses
MS	Médias aparadas com suavização
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
p.p.	pontos percentuais
Pasep	Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços

PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PO	População Ocupada
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
Repetro	Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural
RFB	Secretaria da Receita Federal do Brasil
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
VAB	Valor Adicionado Bruto