ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Setembro 2014

Volume 16 | Número 3

BANCO CENTRAL DO BRASIL

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Relatório de Inflação

Setembro 2014

Volume 16 | Número 3

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 16	nº 3	set.	2014	p. 1-109

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 Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin)**
(*E-mail*: gerin@bcb.gov.br)

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 16, nº 3.

Controle Geral de Publicações

Banco Central do Brasil
Comun/Dipiv/Coivi
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 14º andar
Caixa Postal 8.670
70074-900 Brasília – DF
Telefones: (61) 3414-3710 e 3414-3565
Fax: (61) 3414-1898
E-mail: editor@bcb.gov.br

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, ano-safra ou ano-convênio.

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

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

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Deati/Diate
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
DDG: 0800 9792345
Fax: (61) 3414-2553
Internet: <http//www.bcb.gov.br>
E-mail: cap.secre@bcb.gov.br

Índice

Apresentação 5

Sumário executivo 7

Nível de atividade 11

1.1 Comércio 11
Produção industrial 13
Serviços 14
Índice de atividade do Banco Central 14
1.3 Mercado de trabalho 15
1.4 Produto Interno Bruto 15
1.5 Investimentos 19
1.6 Conclusão 20

Preços 27

2.1 Índices gerais 27
2.2 Índices de preços ao consumidor 28
2.3 Preços monitorados 28
2.4 Núcleos 29
2.5 Expectativas de mercado 29
2.6 Conclusão 30

Políticas creditícia, monetária e fiscal 31

3.1 Crédito 31
Taxas de juros e inadimplência 33
3.2 Agregados monetários 34
Taxas de juros reais e expectativas de mercado 34
Mercado de capitais 35
3.3 Política fiscal 35
Necessidades de financiamento do setor público 36
Operações do Banco Central no mercado aberto 37
Dívida mobiliária federal 38
Dívida líquida do setor público 39
3.4 Conclusão 39

Economia internacional 41

4.1 Atividade econômica 41
4.2 Política monetária e inflação 43
4.3 Mercados financeiros internacionais 45
4.4 ***Commodities*** ***46***
4.5 Conclusão 47

Setor externo 51
5.1 Movimento de câmbio 51
5.2 Comércio de bens 51
5.3 Serviços e renda 53
5.4 Conta financeira 54
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa 56
5.6 Conclusão 57

Perspectivas para a inflação 61
6.1 Determinantes da inflação 62
6.2 Cenário principal: riscos associados e implementação da política monetária 67
6.3 Pressupostos e previsão de inflação 76

Boxes
Decomposição da Evolução da Taxa de Desemprego 16
Revisão da Projeção do PIB para 2014 21
Indicador de Difusão da Atividade Econômica Brasileira 23
Fundamentos Físicos dos Preços de Soja, Milho e Trigo *vis-à-vis* Preços Atuais 49
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014 58
Indicador de Condições de Mercado de Trabalho 80
Índices de Confiança e Variáveis Macroeconômicas 84

Anexo 89

Apêndice 103

Apresentação

O Relatório de Inflação é publicado trimestralmente pelo Banco Central do Brasil e tem o objetivo de avaliar o desempenho do regime de metas para a inflação e delinear cenário prospectivo sobre o comportamento dos preços, explicitando as condições das economias nacional e internacional que orientaram as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) em relação à condução da política monetária.

Este Relatório é constituído de seis capítulos: Nível de atividade; Preços; Políticas creditícia, monetária e fiscal; Economia internacional; Setor externo; e Perspectivas para a inflação. Em relação ao nível de atividade, são analisados evolução das vendas no varejo, estoques, produção, mercado de trabalho e investimento. No capítulo seguinte, a análise sobre o comportamento dos preços focaliza os resultados obtidos no trimestre, em função das decisões de política monetária e das condições reais da economia que independeram da ação governamental. No capítulo relativo às políticas creditícia, monetária e fiscal, a análise é centrada no desempenho do crédito e do mercado financeiro, assim como na execução orçamentária. No capítulo sobre economia internacional, apresenta-se análise do desempenho das principais economias, procurando identificar as condições que podem influenciar a economia brasileira, notadamente nas suas relações com o exterior. Em seguida, o capítulo sobre o setor externo enfoca a evolução das transações econômicas com o exterior, com ênfase no resultado comercial e nas condições de financiamento externo. Finalmente, analisam-se as perspectivas para a evolução da inflação.

Sumário executivo

No âmbito internacional, o Copom avalia que os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados desde o Relatório anterior, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, entretanto, o Comitê avalia que a aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à publicação de novos indicadores e/ou sinalizações feitas por autoridades que apontem início ou aprofundamento do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Outra fonte potencial de distúrbio são eventos geopolíticos. Dessa forma, eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos, ainda que parcialmente, aos ativos domésticos.

Ainda sobre o cenário externo, desde o Relatório anterior, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de ritmo de atividade global mais intenso no horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, note-se que as evidências ainda apontam taxas de crescimento heterogêneas nas economias maduras, em algumas das quais baixas e abaixo do crescimento potencial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de focos de tensão e de volatilidade nos mercados de moedas.

O Copom avalia que o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais, milita no sentido de tornar a dinâmica da demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

No âmbito doméstico, o Copom pondera que as taxas de crescimento da absorção interna e do Produto Interno Bruto (PIB) se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a ser menos intenso este ano, em comparação ao de 2013. No médio prazo, o Comitê avalia que mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo agregado tende a continuar em expansão, em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes, e os investimentos e as exportações tendem a ganhar impulso.

Essas mudanças, dentre outras, antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento de longo prazo (crescimento potencial). O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade da materialização dessas mudanças e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e de famílias.

O Copom observa que o mercado de crédito segue tendência de expansão moderada e consistente com a posição cíclica da economia. Importa destacar que, após anos em forte expansão – arrefecida com a introdução de medidas macroprudenciais em finais de 2010 –, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por uma moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem por parte das famílias.

O *superavit* primário acumulado nos sete primeiros meses do ano diminuiu em relação ao observado no mesmo período de 2013, em parte, reflexo da moderação no ritmo de atividade econômica e de desonerações tributárias.

O *deficit* em transações correntes totalizou US$54,8 bilhões nos oito primeiros meses do ano. A redução de 5,0% em relação a igual período de 2013 refletiu, em especial, melhor desempenho da balança comercial e redução das remessas de lucros. Na mesma base de comparação, os ingressos de investimentos estrangeiros sob a forma de investimentos diretos, ações, títulos e empréstimos no exterior, e títulos no país, somaram US$91,2 bilhões (US$61,5 bilhões em igual período de 2013).

A inflação em doze meses medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 6,51% em agosto, 0,42 ponto percentual (p.p.) acima da registrada até agosto de 2013. De um lado, houve ligeira desaceleração dos preços livres, que em doze meses até agosto deste ano aumentaram 6,95% (7,64% até agosto de 2013); de outro, expressiva aceleração dos preços administrados por contrato e monitorados, que aumentaram 5,07% (1,27% até agosto de 2013).

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 5 de setembro de 2014 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R$2,25/US$, e a meta para a taxa Selic em 11,00% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,3% em 2014, 5,8% em 2015 e 5,0% no terceiro trimestre de 2016.

No cenário de mercado, que incorpora dados da pesquisa realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) com um conjunto significativo de instituições, as projeções apontam inflação de 6,3% em 2014, 6,1% em 2015 e 5,2% no terceiro trimestre de 2016.

No que se refere ao crescimento do PIB, a projeção para 2014, de acordo com o cenário de referência, é de 0,7% (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 1,2% para o acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2015.

O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.

O Copom pondera que, apesar de a inflação ainda se encontrar elevada, pressões inflacionárias ora presentes na economia – a exemplo das decorrentes de ganhos salariais incompatíveis com ganhos de produtividade e dos processos de realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e dos preços administrados em relação aos livres – tendem a arrefecer ou, até mesmo, a se esgotar ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Em prazos mais curtos, some-se a isso o deslocamento do hiato do produto para o campo desinflacionário. Nesse contexto, o Comitê reafirma sua visão de que, mantidas as condições monetárias – isto é, levando em conta estratégia que não contempla redução do instrumento de política monetária –, a inflação tende a entrar em trajetória de convergência para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção.

O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária.

Nível de atividade

1

O PIB recuou 0,6% no segundo trimestre de 2014, em relação ao primeiro, quando havia decrescido 0,2%, na mesma base de comparação, considerados dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O resultado repercutiu, sob a ótica da oferta, desempenhos negativos do setor industrial (1,5%) e do setor de serviços (0,5%) e expansão moderada do setor agropecuário (0,2%). No âmbito da demanda doméstica, destacaram-se o recuo dos investimentos e a ligeira retomada do consumo das famílias, e no componente externo, o aumento das exportações.

Indicadores de atividade de julho, notadamente produção industrial e vendas no varejo, sugerem expansão da atividade no terceiro trimestre.

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Variação percentual

Discriminação	2014			
	Abr	Mai	Jun	Jul
No mês[1/]				
Comércio varejista	-0,3	0,0	-0,7	-1,1
Combustíveis e lubrificantes	-1,0	0,3	-2,0	0,8
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-0,8	-0,3	0,5	-1,3
Tecidos, vestuário e calçados	-1,2	0,9	-1,1	-0,1
Móveis e eletrodomésticos	-0,3	1,7	-4,0	-4,1
Artigos farmacêuticos, médicos	-0,7	1,2	-0,8	0,0
Livros, jornais, revistas e papelaria	-2,3	0,5	-4,5	2,1
Equipamentos e materiais para escritório	-3,3	1,2	-4,8	0,9
Outros artigos de uso pessoal	0,0	1,8	-0,9	-0,4
Comércio ampliado	0,1	-0,7	-3,4	0,8
Materiais de construção	-0,9	-1,2	-4,8	3,8
Automóveis e motocicletas	4,6	-2,6	-7,0	4,3
Trimestre/trimestre anterior[1/]				
Comércio varejista	-0,3	-0,6	-0,9	-1,2
Combustíveis e lubrificantes	0,1	-1,0	-2,2	-2,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	-0,6	-1,6	-1,6	-1,2
Tecidos, vestuário e calçados	-3,0	-3,1	-2,3	-1,3
Móveis e eletrodomésticos	0,3	1,6	0,1	-2,2
Artigos farmacêuticos, médicos	2,0	2,2	0,5	0,6
Livros, jornais, revistas e papelaria	-6,1	-5,0	-5,0	-3,5
Equipamentos e materiais para escritório	1,4	-0,3	-5,0	-5,5
Outros artigos de uso pessoal	0,8	0,9	0,8	1,0
Comércio ampliado	-2,0	-2,0	-3,0	-3,0
Materiais de construção	0,3	-2,9	-4,9	-5,2
Automóveis e motocicletas	-6,7	-2,5	-2,1	-2,8
No ano				
Comércio varejista	5,0	4,9	4,3	3,5
Combustíveis e lubrificantes	6,4	5,5	4,1	3,4
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	4,3	4,0	3,5	2,9
Tecidos, vestuário e calçados	-1,1	-0,3	-0,7	-1,3
Móveis e eletrodomésticos	5,5	6,1	5,1	2,9
Artigos farmacêuticos, médicos	10,7	10,6	10,1	9,5
Livros, jornais, revistas e papelaria	-5,0	-4,7	-5,7	-6,5
Equipamentos e materiais para escritório	-1,7	-2,1	-3,0	-3,8
Outros artigos de uso pessoal	9,3	9,9	9,6	9,0
Comércio ampliado	1,6	1,4	0,1	-0,6
Materiais de construção	3,7	3,3	2,0	1,2
Automóveis e motocicletas	-5,4	-5,7	-7,9	-8,6

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

1.1 Comércio

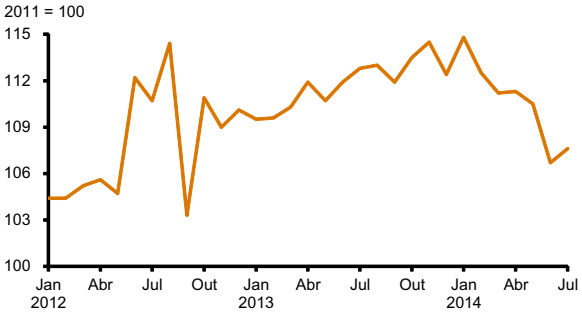
As vendas do comércio ampliado aumentaram 0,8% em julho, em relação ao mês anterior, mas ainda assinalam recuo de 3,0% no trimestre encerrado nesse mês, em relação ao finalizado em abril, quando haviam decrescido 2,0%, no mesmo tipo de comparação, dados dessazonalizados. No trimestre encerrado em julho, ocorreu redução nas vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, 5,5%; materiais de construção, 5,2%; livros jornais revistas e papelaria 3,5%.

As vendas do comércio varejista[1] decresceram 1,2% no período. Por região, a única elevação trimestral ocorreu no Norte (1,3%) e a redução mais acentuada, no Centro-Oeste (2,1%).

Segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras), as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 30% na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) (conceito ampliado), cresceram 2,3% no trimestre finalizado em julho de 2014, em relação ao encerrado em abril. As vendas de automóveis

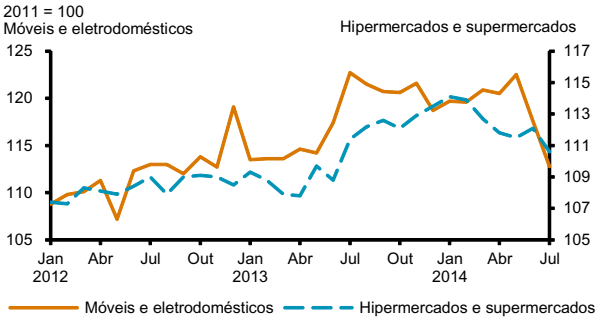
1/ Conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção.

Gráfico 1.1 – Índice de volume de vendas no varejo – Conceito ampliado
Dados dessazonalizados



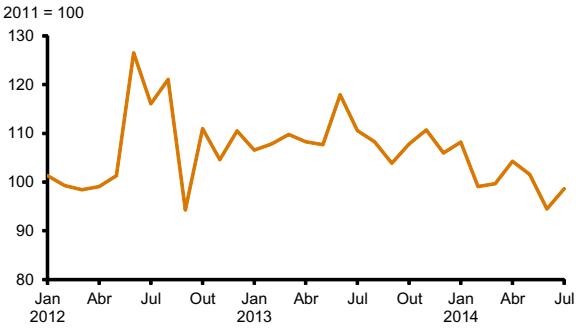
Fonte: IBGE

Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados
Dados dessazonalizados



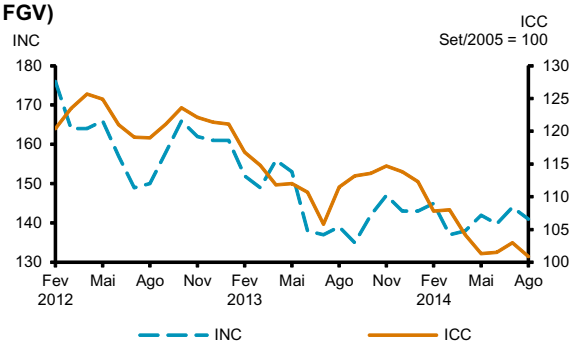
Fonte: IBGE

Gráfico 1.3 – Índice de volume de vendas no varejo – Veículos e motos, partes e peças
Dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

Gráfico 1.4 – Índice Nacional de Confiança (INC – ACSP) e Índice de Confiança do Consumidor (ICC – FGV)



Fontes: ACSP e FGV

e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), recuaram 13,3% no trimestre encerrado em agosto.

O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa, recuou 0,1% no trimestre encerrado em agosto de 2014, em relação ao finalizado em maio, quando decrescera 1,5%.

A inadimplência do consumidor atingiu 6,0% no estado de São Paulo, no trimestre encerrado em agosto de 2014 (5,9% em igual período de 2013), de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). O Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor[2] cresceu 3,2% em agosto, em relação ao mês anterior, segundo dados dessazonalizados, terceiro aumento consecutivo nessa base de comparação.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), recuou 1,0% no trimestre finalizado em agosto, em relação ao encerrado em maio, com retrações de 0,8% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 2,0% no Índice de Expectativas (IE). O ICC retraiu 9,5% em relação a agosto de 2013, situando-se em patamar 11,1 pontos abaixo da média histórica.

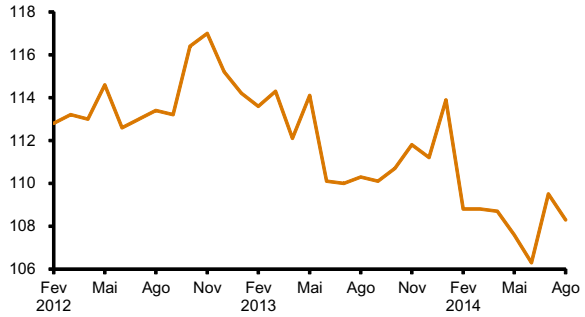
O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 1,1% em agosto (variações de 3,0% em julho e de -1,2% em junho). Destacaram-se o aumento do pessimismo nos componentes expectativas de inflação e situação financeira. O indicador decresceu 1,8% em doze meses.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela *Ipsos Public Affairs* para a ACSP, recuou 2,1% em agosto, em relação ao mês anterior (variações mensais de 3,0% em julho e de -1,6% em junho). Ocorreram retrações no Norte/Centro-Oeste (6,3%), Nordeste (3,0%) e no Sudeste (2,2%), e crescimento de 6,0% no Sul. O INC retraiu 5,0% em relação a agosto de 2013.

2/ Inclui os atrasos junto a financeiras, cartões de crédito, empresas não financeiras e bancos, além de títulos protestados e segunda devolução de cheques por insuficiência de fundos.

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor

2001 = 100



Fonte: CNI

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior[1/]

%

Discriminação	2014			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Indústria geral	-0,2	-0,5	-2,0	-2,1
Por seção				
Indústria extrativa	0,4	1,9	1,7	1,9
Indústria de transformação	-0,2	-0,6	-2,4	-2,5
Por categoria de uso				
Bens de capital	4,4	1,9	-8,4	-8,0
Bens intermediários	-0,9	-0,2	-0,8	-1,3
Bens de consumo	1,5	0,6	-3,8	-4,5
Duráveis	1,6	-3,1	-13,6	-17,1
Semi e não duráveis	1,1	1,5	0,6	0,4

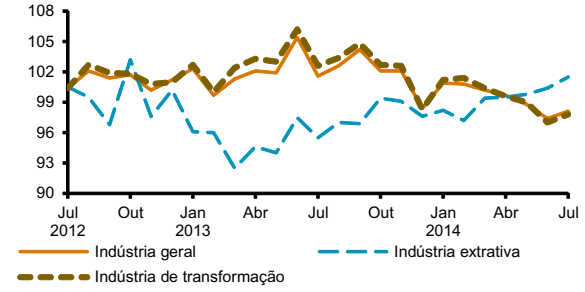
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial[1/]

Indústria geral e seções

2012 = 100



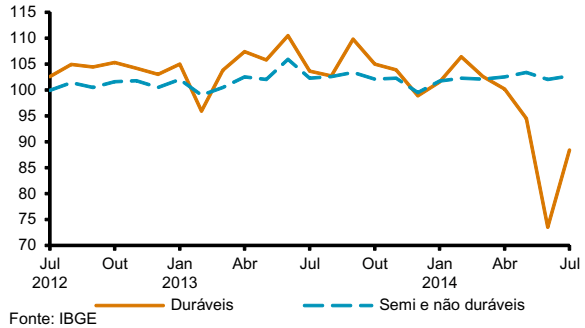
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial[1/]

Bens de consumo

2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria diminuiu 2,1% no trimestre finalizado em julho, em relação ao encerrado em abril, mesmo incorporando o aumento de 0,7% observado no último mês, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A indústria extrativa expandiu 1,9% no trimestre, enquanto a de transformação recuou 2,5%, com destaque para as atividades equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (-17,4%), veículos automotores (-14,2%) e metalurgia (-8,1%).

A análise por categorias de uso revela recuos trimestrais nas indústrias de bens de consumo duráveis (17,1%), bens de capital (8,0%) e de bens intermediários (1,3%), e aumento de 0,4% na de bens de consumo semi e não duráveis.

O pessoal ocupado na indústria recuou 1,6% no trimestre finalizado em julho, em relação ao encerrado em abril, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE. A folha de pagamento real diminuiu 1,2% no período.

A utilização da capacidade instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu média de 83,3% no trimestre finalizado em agosto (84,3% no encerrado em maio), de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. A redução trimestral refletiu retrações nos indicadores das indústrias de bens de capital (1,5 p.p.), bens intermediários (1,1 p.p.), bens de consumo duráveis (0,7 p.p.) e de bens de consumo não duráveis (0,1 p.p.).

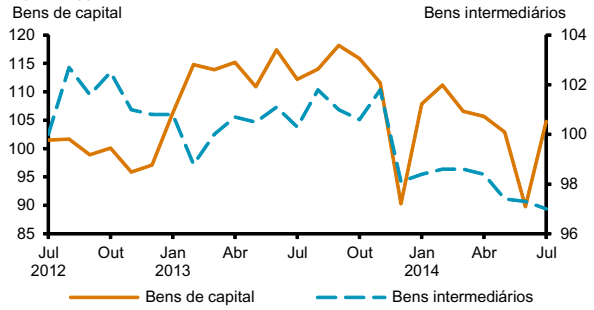
O índice de estoques da indústria atingiu 110,5 pontos[3] no trimestre encerrado em agosto (106,9 pontos no finalizado em maio), de acordo com dados dessazonalizados da FGV. Essa evolução refletiu aumentos nos indicadores das indústrias de bens de consumo duráveis (4,2 pontos) e de bens intermediários (2,6 pontos), em parte, contrabalançados por reduções nos índices das indústrias de bens de consumo não duráveis (3,3 pontos) e de bens de capital (0,8 ponto).

O Índice de Confiança da Indústria[4] (ICI) apresentou o oitavo recuo mensal consecutivo em agosto, para 83,4 pontos, segundo dados dessazonalizados da FGV. O ICI

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

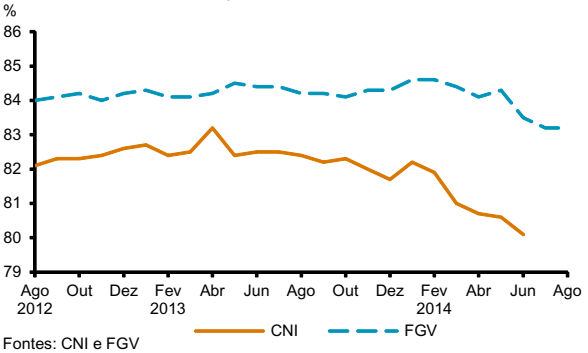
4/ Valores acima de 100 pontos indicam sentimento de otimismo.

Gráfico 1.8 – Produção industrial[1/]
Bens de capital e intermediários
2012 = 100



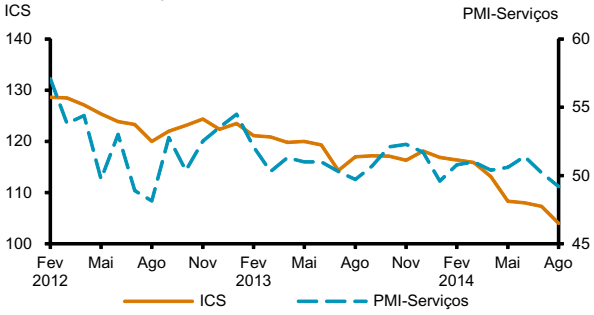
Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.9 – Utilização da capacidade instalada[1/]
Indústria de transformação



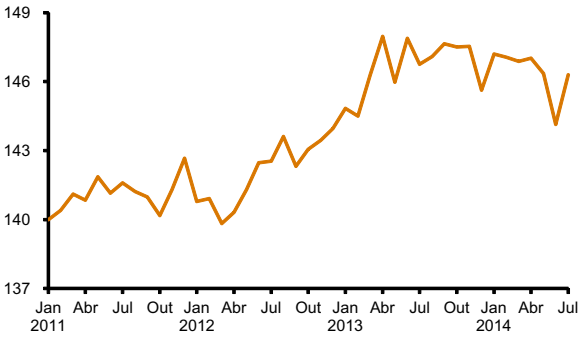
Fontes: CNI e FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços
ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados



Fontes: FGV e Markit

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central
Dados dessazonalizados



médio do trimestre encerrado em agosto totalizou 85 pontos, ante 94,2 pontos no trimestre terminado em maio, com reduções nos indicadores das indústrias de bens de capital (9,7 pontos), bens intermediários (8,9 pontos), bens de consumo duráveis (8,9 pontos) e de bens de consumo não duráveis (4 pontos).

O Índice de Gerentes de Compras[5] (PMI) da indústria atingiu 50,2 pontos em agosto, considerada a série dessazonalizada pela Markit, indicando aumento da atividade industrial após quatro meses sinalizando diminuição.

Serviços

A receita nominal do setor de serviços aumentou 4,6% em julho de 2014, em relação a igual mês de 2013 (5,8% em junho e 6,6% em maio, na mesma base de comparação), segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE. Destacaram-se as reduções nas taxas de crescimento nos segmentos serviços prestadas às famílias (de 11,1% para 5,4%) e serviços de tecnologia de informação e comunicação (de 5,7% para 2,1%).

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) atingiu 104 pontos em agosto (107,3 pontos em julho e média histórica de 122,8 pontos), de acordo com dados dessazonalizados da FGV. A evolução mensal refletiu aumento de 0,8% no ISA-S e recuo de 5,7% no IE-S.

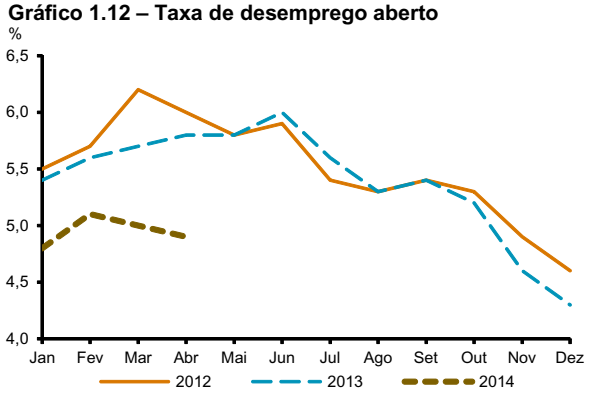
O PMI-Serviços para a atividade negócios atingiu 49,2 pontos em agosto, retornando à área de retração da atividade após seis meses.

Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) recuou 0,95% no trimestre encerrado em julho, em relação ao finalizado em abril, quando havia crescido 0,14%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador recuou 0,23% em julho, 2,15% em junho e 0,17% em maio.

5/ O PMI sintetiza a evolução mensal dos indicadores de novos pedidos, produção, emprego, prazo de entrega e estoque de insumos. Valores superiores a 50 representam expansão mensal da atividade.

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Novos postos de trabalho (em mil)

Discriminação	2013	2014		
		2º trim	Ago	No ano[2/]
Total	730,7	189,6	101,4	606,3
Indústria de transformação	83,6	-60,5	-4,1	15,9
Comércio	208,0	8,7	40,6	-34,8
Serviços	408,9	138,8	71,3	427,5
Construção civil	35,1	-5,4	2,2	60,7
Agropecuária	-29,3	99,0	-9,6	103,8
Serviços ind. de util. pública	5,4	1,4	0,1	5,0
Outros[1/]	19,0	7,6	0,9	28,1

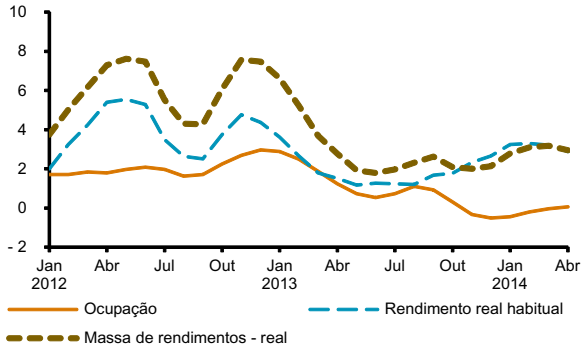
Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a agosto.

Gráfico 1.13 – Ocupação, rendimento e massa

Variação interanual no trimestre – %



Fonte: IBGE

1.3 Mercado de trabalho

A taxa média de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 5,0% no primeiro quadrimestre do ano (5,6% em igual período de 2013)[6]. Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 4,6% em abril, ante 5,1% no final de 2013, com aumento de 0,1% da população ocupada e redução de 0,3% da população economicamente ativa. Considerados dados mais recentes, disponíveis para quatro regiões metropolitanas, as taxas de desemprego atingiram, no trimestre encerrado em julho, 3,6% no Rio de Janeiro, 4,1% em Belo Horizonte, 4,9% em São Paulo e 6,6% em Recife (4,7%, 4,3%, 5,8% e 7,6%, respectivamente, no mesmo período de 2013).

A economia brasileira gerou 138,6 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em agosto de 2014 (292,9 mil em igual período de 2013), segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Destacaram-se as criações líquidas de empregos no setor de serviços (114,3mil) e na agricultura (41,1 mil), e a eliminação de 48,1 mil vagas na indústria de transformação.

O rendimento médio real habitualmente recebido da principal ocupação cresceu 2,9% no trimestre encerrado em abril de 2014, em relação a igual trimestre do ano anterior (3,2% no trimestre encerrado em janeiro de 2014), segundo a PME. Destacaram-se os ganhos reais nos segmentos construção civil, 7,3%; comércio, 6,2%; e serviços domésticos, 5,0%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 2,9% no trimestre.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB diminuiu 0,6% no segundo trimestre de 2014, em relação ao anterior, de acordo com dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

Sob a ótica da oferta, ocorreram variações trimestrais de 0,2% no produto da agropecuária, de -1,5% no da indústria e de -0,5% no dos serviços, ante 3,1%, -1,2% e estabilidade, respectivamente, no trimestre encerrado em março. Ressalte-

6/ Em virtude da paralisação parcial de servidores, o IBGE interrompeu a partir de maio a divulgação dos dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referente a duas das seis regiões metropolitanas (RM) que compõem a amostra pesquisada. Nesse contexto, optou-se por utilizar nesse relatório o último dado divulgado da média das seis RMs.

Decomposição da Evolução da Taxa de Desemprego

A taxa de desemprego (TD) nos últimos doze anos diminuiu, sugerindo redução da ociosidade da mão-de-obra. Como ressaltado em estudos anteriores[1], é importante que a análise da taxa de desemprego seja complementada para que se obtenha uma visão mais precisa do mercado de trabalho. Nesse sentido, este boxe apresenta desagregação dos fatores determinantes da variação da TD e a evolução desses fatores no período de 2002 a 2014, com base em dados da Pesquisa Mensal do Emprego (PME – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE).

A variação da TD foi decomposta em três efeitos[2] associados à população ocupada (EPO); à população em idade ativa (EPIA) e à taxa de atividade (ETA), conforme abaixo:

$$dTD = \frac{\partial TD}{\partial PO} dPO + \frac{\partial TD}{\partial PIA} dPIA + \frac{\partial TD}{\partial TA} dTA \qquad (1)$$

$$dTD = -(1 - TD)\frac{dPO}{PO} + (1 - TD)\frac{dPIA}{PIA} + (1 - TD)\frac{dTA}{TA} \qquad (2)$$

Reescrevendo a equação acima em sua forma discreta, tem-se:

$$\Delta TD \approx -(1 - TD)\frac{\Delta PO}{PO} + (1 - TD)\frac{\Delta PIA}{PIA} + (1 - TD)\frac{\Delta TA}{TA} \qquad (3)$$

onde os termos à direita da Equação 3 representam, respectivamente, EPO, EPIA e ETA. Observa-se que aumento de 1% na População Ocupada (PO) gera aproximadamente redução de (1-TD) p.p. na taxa de desemprego, e que aumento de 1% na População em Idade Ativa (PIA) ou na Taxa de atividade (TA) produz incremento de (1-TD) p.p.

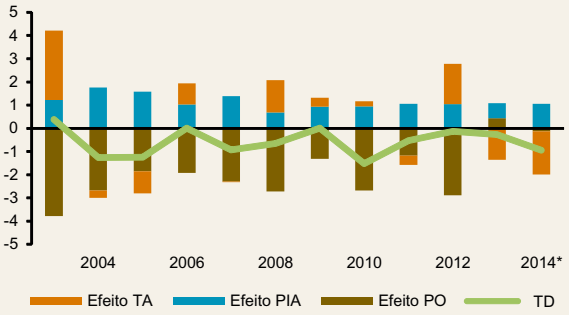
O Gráfico 1 apresenta a variação em doze meses da taxa de desemprego, bem como sua decomposição em EPO,

1/ "Indicadores Não Tradicionais do Mercado de Trabalho", divulgado no Relatório de Inflação de junho de 2012; "Indicadores Alternativos do Mercado de Trabalho", Relatório de Inflação de setembro de 2013 e "Medidas Abrangentes de Desemprego", Boletim Regional de julho de 2013.

2/ Esses efeitos foram calculados a partir das definições de taxa de desemprego (TD) e taxa de atividade (TA): i) TD = 1 – PO/PEA, onde PO é a população ocupada e PEA é a população economicamente ativa; e ii) TA = PEA/PIA, onde PIA é a população em idade ativa.

EPIA e ETA. Observa-se que a evolução demográfica – medida pelo EPIA – contribuiu para aumentar o desemprego em todos os anos analisados, mas com tendência decrescente (contribuição média anual de 1,4 p.p. no período de 2002 a 2007 e de 0,9 p.p. de 2007 a abril de 2014).

Gráfico 1 – Decomposição da variação da TD
Variação em 12 meses (p.p.)



* Até abril.

Por sua vez, o EPO contribuiu para reduzir a taxa de desemprego de 2002 até 2012 (2,3 p.p. ao ano). Em 2013, entretanto, ocorreu o contrário, com o EPO respondendo por 0,4 p.p. do aumento da taxa de desemprego. No período de doze meses encerrado em abril de 2014 houve ligeiro aumento da PO, porém em magnitude inferior ao verificado até 2012.

A TA, diferentemente do ocorrido até 2012 (ETA de 0,6 p.p. ao ano), caiu em 2013 e intensificou este comportamento no período de doze meses encerrado em abril de 2014. O ETA teve contribuição negativa de 1,4 p.p. para a taxa de desemprego em 2013 e de 1,9 p.p. nos doze meses terminados em abril de 2014.

A análise pode ser aprofundada, focando categorias da população e período. Nesse sentido, os EPO, EPIA e ETA foram desmembrados por faixas etárias[3], procedendo-se análise do ETA no período mais recente da amostra. A decomposição da variação da TD pode ser escrita da seguinte forma:

$$\Delta TD \approx EPO + EPIA + ETA \quad (4)$$

$$EPO \approx -(1-TD)\sum_{i=1}^{n}\frac{\Delta PO_i}{PO} = -\frac{1-TD}{PO}\sum_{i=1}^{n}\Delta PO_i \quad (5)$$

$$EPIA \approx \frac{1-TD}{PEA}\sum_{i=1}^{n}TA_i\Delta PIA_i = \frac{1-TD}{PIA}\sum_{i=1}^{n}\frac{TA_i}{TA}\Delta PIA_i \quad (6)$$

$$ETA \approx \frac{1-TD}{PEA}\sum_{i=1}^{n}PIA_i\Delta TA_i = \frac{1-TD}{TA}\sum_{i=1}^{n}\frac{PIA_i}{PIA}\Delta TA_i \quad (7)$$

onde $PO = \sum_{i=1}^{n}PO_i$, $PEA = \sum_{i=1}^{n}PEA_i$ e $PIA = \sum_{i=1}^{n}PIA_i$.

3/ Foram consideradas as seguintes categorias etárias da população: i) de 10 a 17 anos; ii) de 18 a 24 anos; iii) 25 a 44 anos; iv) 45 a 59 anos; e v) mais de 60 anos.

Tabela 1 – Efeito da taxa de atividade sobre a taxa de desemprego

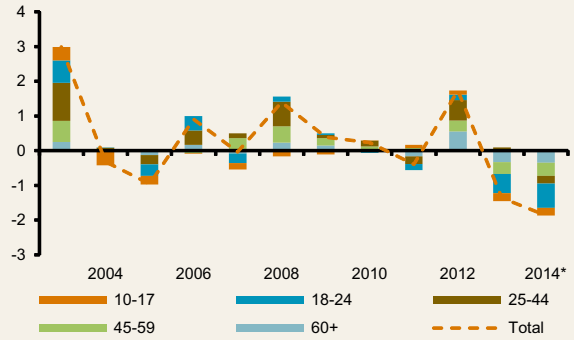
Acumulado em 12 meses (abr/2013 a abr/2014)

	Grupos etários					
	10-17	18-24	25-44	45-59	60+	Total
PIAi/PIA[1/] (%)	12,8	11,7	34,8	22,4	18,3	100,0
Var.TA em 12 m (p.p)	-1,0	-3,6	-0,4	-1,0	-1,1	-1,2
Efeito TA acum. 12 m (p.p.)	-0,2	-0,7	-0,2	-0,4	-0,3	-1,9

1/ Média de 12 meses.

Gráfico 2 – Efeito TA por grupo etário

Acumulado em 12 meses (p.p.)



* Até abril.

Observa-se na Tabela 1 que o ETA, no período de doze meses encerrado em abril de 2014, contribuiu para redução da TD em todas as faixas etárias, com destaque para a população entre 18 e 24 anos, para a qual a diminuição de 3,6 p.p. na TA resultou em ETA de -0,7 p.p. O grupo de adultos de 25 a 44 anos apresentou menor redução na TA, 0,4 p.p. (em torno de 1,0 p.p nas demais faixas etárias).

Em resumo, dentre outros aspectos, os exercícios revelam que a redução da TD nos últimos trimestres se deve ao recuo da taxa de atividade e não pelo efetivo aumento da população ocupada.

Tabela 1.4 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Variação %

Discriminação	2013			2014	
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
Agropecuária	12,4	8,6	7,3	2,8	1,2
Indústria	1,1	1,5	1,7	0,8	-1,4
Extrativa mineral	-5,0	-2,9	-2,2	5,4	6,8
Transformação	2,7	2,8	2,7	-0,5	-3,1
Construção civil	1,3	1,5	1,6	-0,9	-4,9
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	2,4	2,8	2,9	5,2	3,1
Serviços	2,2	2,2	2,2	2,0	1,1
Comércio	2,7	2,7	2,9	2,2	-0,2
Transporte, armazenagem e correio	2,4	3,3	3,1	4,0	2,4
Serviços de informação	4,4	4,6	5,7	4,4	3,7
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	1,5	1,9	1,5	2,6	2,5
Outros serviços	1,7	1,2	0,7	0,5	-0,5
Atividades imobiliárias e aluguel	2,8	2,6	2,3	2,0	1,8
Administração, saúde e educação públicas	1,9	2,1	2,2	1,9	1,6
Valor adic. a preços básicos	2,6	2,4	2,3	1,8	0,5
Impostos sobre produtos	3,4	3,6	3,5	2,4	0,2
PIB a preços de mercado	2,7	2,6	2,5	1,9	0,5
Consumo das famílias	2,7	2,6	2,6	2,2	1,7
Consumo do governo	1,6	1,9	2,0	3,4	2,1
Formação Bruta de Capital Fixo	5,0	5,6	5,2	-2,1	-6,8
Exportação	0,5	1,4	2,5	2,8	2,3
Importação	7,6	9,6	8,3	1,4	-0,6

Fonte: IBGE

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

Variação %

Discriminação	2013			2014	
	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	2,1	-0,6	0,5	-0,2	-0,6
Agropecuária	3,8	-3,1	-0,9	3,1	0,2
Indústria	2,6	-0,3	-0,3	-1,2	-1,5
Serviços	1,3	0,1	0,5	0,0	-0,5
Consumo das famílias	0,5	0,8	0,8	-0,2	0,3
Consumo do governo	1,3	0,6	0,8	0,4	-0,7
Formação Bruta de Capital Fixo	4,2	-1,7	-1,9	-2,8	-5,3
Exportação	4,2	-1,0	3,9	-3,8	2,8
Importação	1,4	-0,6	-0,7	0,9	-2,1

Fonte: IBGE

se que o valor adicionado do setor industrial recuou pelo quarto trimestre consecutivo.

No âmbito da demanda doméstica, o consumo das famílias, após recuar 0,2% no primeiro trimestre do ano, cresceu 0,3% no trimestre encerrado em junho, contrastando com as retrações respectivas de 0,7% e 5,3% no consumo do governo e na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), dados dessazonalizados. O setor externo contribuiu positivamente para a evolução do PIB no trimestre, com variações de 2,8% nas exportações e -2,1% nas importações.

O PIB cresceu 0,5% no primeiro semestre do ano, em relação a igual intervalo de 2013. Sob a ótica da oferta, ocorreram expansões de 1,2% na agropecuária e 1,1% no setor de serviços, e retração de 1,4% na indústria. O desempenho positivo do setor primário foi favorecido pelas culturas de soja, algodão, arroz e mandioca; a expansão dos serviços repercutiu as expansões nas atividades serviços de informação, intermediação financeira e transporte; e o recuo na produção do setor industrial refletiu os resultados negativos da indústria de transformação e da construção civil.

A contribuição da demanda doméstica para o crescimento interanual do PIB atingiu 0,1 p.p. no primeiro semestre de 2014 (3,7 p.p. em igual intervalo de 2013), reflexo de variações respectivas de 2,1%, 1,7% e -6,8% no consumo do governo, no consumo das famílias e na FBCF. O setor externo exerceu contribuição de 0,4 p.p. (-1 p.p. no primeiro semestre de 2013), resultado de variações de -0,6% nas importações e de 2,3% nas exportações.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, diminuíram 11,2% no segundo trimestre e 6,8% no primeiro semestre de 2014, em relação aos períodos equivalentes de 2013, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF recuou 5,3% no trimestre finalizado em junho, em relação ao encerrado em março, quarto recuo consecutivo nessa base de comparação.

A absorção de bens de capital reduziu 15,6% no segundo trimestre do ano, em relação a igual período de 2013, resultado de reduções na produção (14,8%), exportação (1,8%) e na importação (13,9%) desses bens. A produção

Tabela 1.6 – Produção industrial

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)

Discriminação	2014			
	Abr	Mai	Jun	Jul
Insumos da construção civil	-3,4	-6,4	-9,0	-8,2
Bens de capital	-5,7	-10,6	-14,8	-12,2
Tipicamente industrializados	-9,0	-9,4	-8,8	-8,9
Agrícolas	-1,0	-4,7	-9,4	-8,9
Peças agrícolas	-15,1	-18,2	-20,3	-20,9
Construção	4,4	-3,2	-9,6	-10,7
Energia elétrica	4,3	5,0	6,5	8,2
Equipamentos de transporte	-10,8	-18,4	-24,5	-23,5
Misto	1,0	-0,9	-3,2	8,6

Fonte: IBGE

de insumos típicos da construção civil recuou 9,0% no período.

Os desembolsos do sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) e BNDES Participações S.A. (BNDESpar) – somaram R$84,1 bilhões nos seis primeiros meses de 2014. O recuo de 5,0% em relação ao período equivalente de 2013 refletiu as reduções nos desembolsos para a indústria extrativa (13,0%), agropecuária (21,7%) e indústria de transformação (24,2%) e o aumento de 9,2% nos direcionados ao setor comércio e serviços.

1.6 Conclusão

A trajetória do PIB na primeira metade de 2014 sugere menor crescimento da economia este ano em relação ao observado em 2013. Para o segundo semestre, as perspectivas indicam atividade em expansão.

Revisão da Projeção do PIB para 2014

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Variação %

Discriminação	2014		2015
	II Tri	IV Tri[1/]	II Tri[1/]
Agropecuária	1,1	2,3	3,1
Indústria	0,5	-1,6	-0,1
Extrativa mineral	3,5	6,9	5,9
Transformação	-0,2	-3,3	-1,4
Construção civil	-1,4	-5,1	-2,3
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	3,3	1,8	0,8
Serviços	1,6	1,2	1,5
Comércio	1,5	0,1	1,3
Transporte, armazenagem e correio	3,1	1,5	0,3
Serviços de informação	5,3	3,4	3,2
Interm. financeira e serviços relacionados	2,0	2,9	2,5
Outros serviços	-0,4	0,0	0,9
Atividades imobiliárias e aluguel	1,8	2,0	2,0
Administração, saúde e educação públicas	2,1	1,8	1,8
Valor adicionado a preços básicos	1,3	0,6	1,2
Impostos sobre produtos	1,9	1,0	1,7
PIB a preços de mercado	**1,4**	**0,7**	**1,2**
Consumo das famílias	2,1	1,6	1,6
Consumo do governo	2,2	1,7	1,2
Formação Bruta de Capital Fixo	-0,7	-6,5	-2,4
Exportação	3,4	3,6	4,1
Importação	4,2	1,0	2,6

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

A projeção para o Produto Interno Bruto (PIB) – incorporando os resultados do segundo trimestre, divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e informações disponíveis sobre o trimestre em curso – indica expansão anual de 0,7% em 2014 (1,6%, no Relatório anterior).

Nesse contexto, a produção agropecuária deverá crescer 2,3% (estimativa anterior de 2,8%), haja vista que o desempenho do setor no segundo trimestre foi inferior ao estimado. A projeção de recuo da produção da indústria passou de 0,4% para 1,6%, resultado de revisões nas projeções para a produção da indústria de transformação, construção civil, e produção e distribuição de eletricidade, gás e água, que devem variar -3,3%, -5,1%, e 1,8%, respectivamente (-1,9%, -2,2% e 3,1% na estimativa anterior). Em parte, o impacto dessas variações é neutralizado pelo aumento da estimativa de produção da indústria extrativa, de 5,1% para 6,9%, ganho este esperado na extração de minério de ferro e de petróleo e gás. O crescimento do setor de serviços em 2014 está projetado em 1,2% (2% no Relatório anterior), em parte, reflexo da redução nas projeções de produção das atividades outros serviços, comércio e serviços de informação.

No âmbito da demanda agregada, cabe destacar: revisões, de 2% para 1,6%, na projeção para o consumo das famílias, e de -2,4% para -6,5%, na projeção para a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), consistentes com os resultados do segundo trimestre e com o recuo dos índices de confiança nas sondagens do consumidor e da indústria. A projeção para o consumo do governo passou de 2,1% para 1,7%.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, as variações anuais das exportações e das importações foram revisadas de 2,3% para 3,6%, e de 0,6% para 1%, respectivamente.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2014 é estimada em 0,4 p.p., e a do setor externo, em, 0,3 p.p.

Projeção para os próximos quatro trimestres

O crescimento projetado para o PIB acumulado no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2015 é de 1,2% (1,4%, no mesmo tipo de comparação, observado no segundo trimestre de 2014).

A produção agropecuária deverá aumentar 3,1% (1,1% no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2014).

A variação da indústria está projetada em -0,1% (0,5% no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2014), com aumento de 5,9% na indústria extrativa mineral e recuos de 1,4% na indústria de transformação e de 2,3% na construção civil.

O setor terciário deverá crescer 1,5% no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2015 (1,6%, no mesmo tipo de comparação, no segundo trimestre de 2014). Destacam-se aumentos projetados para os segmentos serviços de informação, 3,2%; intermediação financeira, 2,5%; e atividades imobiliárias e aluguel, 2%.

No âmbito da demanda, projetam-se crescimentos de 1,6% para o consumo das famílias (2,1% em quatro trimestres até junho de 2014) e de 1,2% para o consumo do governo (2,2% em quatro trimestres até junho de 2014); e recuo de 2,4% para a FBCF (0,7% em quatro trimestres até junho de 2014). Exportações e importações de bens e serviços devem registrar elevações respectivas de 4,1% e 2,6% (3,4% e 4,2%, respectivamente, em quatro trimestres até junho de 2014).

As contribuições das demandas interna e externa para o crescimento do PIB no período de quatro trimestres encerrado em junho de 2015 deverão atingir 1,1 p.p. e 0,1 p.p., respectivamente.

Indicador de Difusão da Atividade Econômica Brasileira

Este boxe apresenta metodologia de cálculo de indicador de difusão construído pelo Banco Central, que se caracteriza por ser um instrumento de acompanhamento da evolução da atividade econômica brasileira com pequena defasagem temporal, e frequência mensal.

Essencialmente, o Indicador de Difusão da Atividade Econômica Brasileira (IDAE-Br) é construído seguindo procedimentos de ponderação por meio de otimização de séries temporais. Grosso modo, pode-se dizer que o IDAE-Br gera o percentual de séries econômicas, relacionadas ao nível de atividade, cujas médias dos últimos três meses apontaram crescimento em relação às médias dos três meses anteriores.

A partir de análise de amplo conjunto de indicadores econômicos dos mercados de trabalho e de crédito e dos setores industrial, externo, de serviços e de comércio, foram ao final selecionadas 39 séries, com divulgação mensal, que contêm informação relevante sobre o nível de atividade da economia brasileira como um todo. Nesse sentido, foram considerados os seguintes critérios de seleção:

i) escolher indicadores divulgados até o dia 5 do segundo mês subsequente ao mês de referência[1], pois a escolha de data anterior reduziria substancialmente a disponibilidade de indicadores; e
ii) minimizar redundância, priorizando o indicador mais agregado, quando há divulgação de seu detalhamento.

A Tabela 1 apresenta a lista dos indicadores econômicos selecionados, com suas respectivas fontes.

A partir da seleção dos indicadores econômicos, todas as séries que não são disponibilizadas com ajustes sazonais por suas respectivas fontes são dessazonalizadas, sendo

1/ As séries selecionadas que porventura não forem divulgadas até o dia 5 são excluídas do cálculo do IDAE-Br relativo ao respectivo mês de referência.

Tabela 1 – Indicadores selecionados para o cálculo dos Índices de Difusão

Fonte	Indicadores econômicos	Nº de séries
ABCR	Índice ABCR total Brasil (movimentos nas estradas)	1
ABPO	Expedição de papelão ondulado	1
ACSP	Consultas ao SPC e ao Usecheques	2
ANDA	Produção – Fertilizantes	1
Anfavea	Produção de automóveis e comerciais leves/ônibus/caminhões	3
BCB	Saldo da carrteira de crédito	1
BCB	Concessões de crédito	1
BCB	Inadimplência da carteira de crédito	1
CNI	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC)	1
CNI	Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI)	1
CNI	Produção industrial – Indústria geral – Estoques	1
Fecomércio-SP	ICC – Índice das Condições Econômicas Atuais	1
Fecomércio-SP	ICC – Índice das Expectativas do Consumidor	1
FGV	ICI, Nuci e ICC	3
FGV	ICS, ISA-S e IE-S	3
IBGE	Rendimento médio real habitual – Ocupados/Conta própria/Privado/Público	4
IBGE	Taxa de desemprego aberto/Empregados/Ocupados	3
IBGE/PME	População desocupada – Pessoas	1
Instituto Aço Brasil	Produção de aço bruto	1
Markit	PMI – Indústria e PMI – Serviços	2
MDIC/Secex	Exportações – Kg – total	1
MTE/Caged	Empregados (admissões)	1
ONS	Geração de energia elétrica – Hidráulica, térmica e nuclear	3
Secretaria de Saneamento e Energia – São Paulo	Carga própria de energia elétrica – São Paulo	1
Total		39

considerado, inclusive, o efeito de feriados móveis no calendário, tais como os feriados de Carnaval, Páscoa e Corpus Christi[2].

Com o conjunto de séries dessazonalizadas, é construída série histórica mensal para o IDAE-Br em base trimestral (trimestre contra trimestre anterior), atribuindo-se inicialmente pesos iguais para cada série. Em seguida, aplica-se processo iterativo de otimização, visando encontrar o vetor de ponderação das séries selecionadas que maximiza a correlação histórica do IDAE-Br com a variação do PIB trimestral sazonalmente ajustado, usando amostra com início no primeiro trimestre de 2006[3]. Para realizar a maximização, inicialmente gera-se série trimestral do IDAE-Br com os dados de março, junho, setembro e dezembro. No momento seguinte, calcula-se a nova série mensal do IDAE-Br usando o vetor de ponderação resultante do processo

2/ O método de dessazonalização adotado é o Census X-12-Arima.

3/ O método de solução usado no processo de maximização foi o Gradação Reduzida Generalizada (GRG) Não Linear.

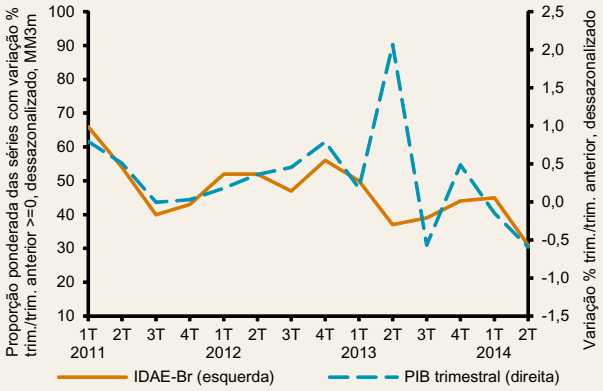
de maximização. A cada nova informação sobre o PIB trimestral, esse processo iterativo de otimização é replicado e nova série do IDAE-Br é gerada com base no novo vetor de pesos.

A Tabela 2 apresenta o resultado do processo iterativo de otimização usando dados até o segundo trimestre de 2014, no qual são mostrados 20 dos 31 indicadores econômicos com dados disponíveis até junho de 2014 – os que tiveram pesos positivos.

Tabela 2 – Indicadores econômicos com ponderações positivas após processo de maximização

Fonte	Indicadores econômicos:	Ponderação
Anfavea	Produção de automóveis e comerciais leves	3,16
ACSP	Consultas ao SPC	3,14
BCB	Inadimplência da carteira de crédito	3,07
CNI	Produção industrial – Indústria geral – Estoques	2,52
ANDA	Produção – Fertilizantes	1,66
Anfavea	Produção de ônibus	1,42
ONS	Geração de energia elétrica – Térmica convencional	1,42
MTE/Caged	Empregados (admissões)	1,38
FGV	ICS – Índice de Situação Atual (ISA-S)	1,32
ONS	Geração de energia elétrica – Hidráulica	1,26
FGV	ICS – Índice de Confiança de Serviços	0,89
ONS	Geração de energia elétrica – Nuclear	0,88
BCB	Saldo da carteira de crédito	0,70
Fecomércio-SP	ICC – Índice das Expectativas do Consumidor	0,51
FGV	Nuci	0,48
Fecomércio-SP	ICC – Índice das Condições Econômicas Atuais	0,32
Markit	PMI Serviços	0,21
ABPO	Expedição de papelão ondulado	0,11
CNI	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC)	0,11
Secretaria de saneamento e energia – São Paulo	Carga própria de energia elétrica – São Paulo	0,10

Gráfico 1 – IDAE-Br x PIB (trimestral)



O Gráfico 1 apresenta comparativo da série de PIB Trimestral, sazonalmente ajustada a partir de 2011, com o valor da média móvel de três meses do IDAE-Br, calculada antes da divulgação do PIB trimestral. Cabe destacar que, excetuando-se o segundo trimestre de 2013, no qual o indicador de difusão atipicamente se afastou da série de PIB trimestral, a correlação amostral entre as duas séries no período amostral foi de 85%. Essa elevada correlação sugere que o IDAE-Br é eficiente em antecipar informação sobre o comportamento do PIB trimestral.

Em síntese, este boxe apresentou aspectos metodológicos da construção do IDAE-Br, que no período amostral considerado se mostrou ferramenta que antecipa informação sobre o desempenho da atividade econômica. Dessa forma, o IDAE-Br se soma a outras ferramentas de acompanhamento da conjuntura utilizadas pelo Banco Central.

Preços

2

As taxas de inflação recuaram no trimestre finalizado em agosto, em relação ao encerrado em maio. Nesse sentido, a dinâmica dos preços ao produtor repercutiu a deflação nos segmentos agropecuário e industrial, e a trajetória dos preços ao consumidor refletiu, sobretudo, a redução nos preços da alimentação e dos transportes. Note-se também que as variações dos núcleos de inflação ao consumidor, nos distintos critérios de cálculo, recuaram no trimestre finalizado em agosto.

2.1 Índices gerais

O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, recuou 1,12% no trimestre encerrado em agosto (alta de 1,48% no finalizado em maio). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 0,94% para -2,17%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 2,16% para 0,55%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 3,24% para 1,49%.

A evolução do IPA decorreu de redução de 5,34% dos preços dos produtos agropecuários (batata-inglesa, -54,19%; milho, -19,15%; e soja, -5,65%), e de 0,95% dos preços industriais (minério de ferro, -15,79%). Considerados períodos de doze meses, os preços agropecuários elevaram-se 1,91% em agosto (9,32% em maio) e os industriais, 3,97% (6,73% em maio).

A desaceleração do IPC decorreu, em grande parte, de reduções nas variações trimestrais nos preços dos grupos alimentação, de 3,57% para -0,04%; e transportes, de 1,48% para 0,15%. Por sua vez, o comportamento do INCC refletiu, em especial, a redução, de 4,45% para 2,11%, na variação dos custos com mão de obra.

Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 4,63% em agosto (7,26% em maio e 3,98% em agosto de 2013).

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

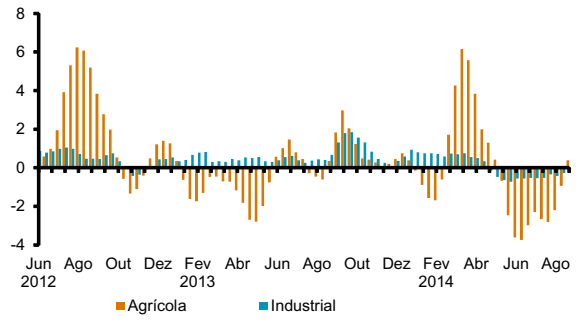
Variação % mensal

Discriminação	2014				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IGP-DI	0,45	-0,45	-0,63	-0,55	0,06
IPA	0,27	-1,21	-1,21	-1,01	0,04
IPC-Br	0,77	0,52	0,33	0,10	0,12
INCC	0,88	2,05	0,66	0,75	0,08

Fonte: FGV

Gráfico 2.1 – Evolução do IPA (10, M e DI) – Agrícola e industrial

Variação % mensal



Fonte: FGV

2.2 Índices de preços ao consumidor

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

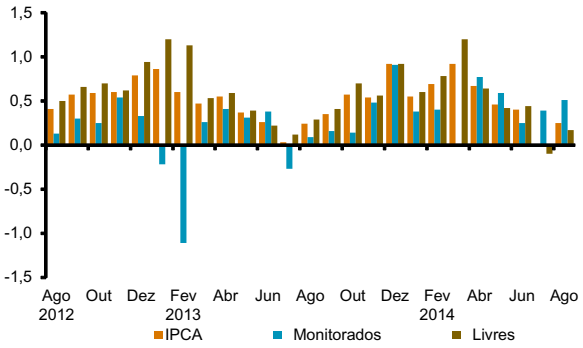
Variação % mensal

Discriminação	2014				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA	0,67	0,46	0,40	0,01	0,25
Livres	0,64	0,42	0,44	-0,10	0,17
Comercializáveis	0,67	0,72	0,36	0,27	0,11
Não comercializáveis	0,62	0,17	0,52	-0,42	0,23
Serviços	0,44	0,30	1,10	-0,05	0,59
Monitorados	0,77	0,59	0,25	0,39	0,51

Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

Variação % mensal



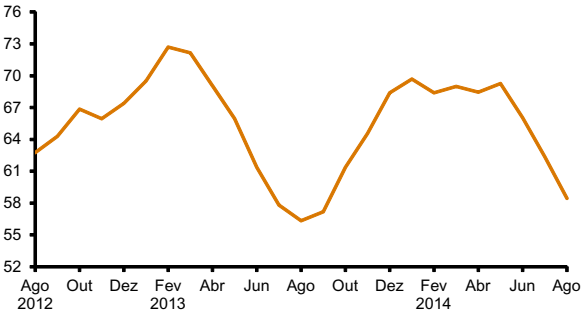
Fonte: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

Proporção do número de subitens com aumentos

Média móvel trimestral

%



Fonte: IBGE

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), divulgado pelo IBGE, variou 0,66% no trimestre encerrado em agosto (2,06% no terminado em maio), resultado de desacelerações dos preços livres (de 2,28% para 0,51%) e dos monitorados (de 1,34% para 1,15%). Em particular, a evolução dos preços livres refletiu reduções nas variações tanto dos preços dos itens não comercializáveis (de 2,34% para 0,33%), destacando-se a deflação dos produtos *in natura*, quanto dos comercializáveis (de 2,21% para 0,74%), ressaltando-se o arrefecimento na inflação do grupo vestuário e do item carnes.

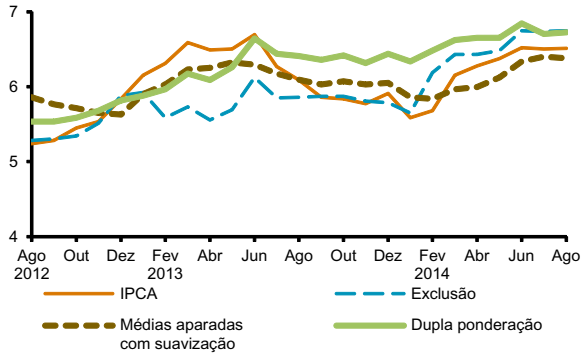
Os preços dos serviços aumentaram 1,65% no trimestre encerrado em agosto (1,84% no finalizado em maio), com destaque para desacelerações no subgrupo alimentação fora do domicílio e no subitem conserto de automóvel. Destacaram-se, no período, acentuadas variâncias dos preços de itens influenciados pela Copa, a exemplo de passagens aéreas (21,95% em junho, -26,86% em julho e 10,16% em agosto) e hotel (25,33% em junho, -7,65% em julho e -10,13% em agosto). Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços cresceram 8,44% em agosto (8,70% em maio).

A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,51% em agosto (6,37% em maio de 2013), resultado de desaceleração dos preços livres, de 7,07% para 6,95%, e aceleração dos monitorados, de 4,08% para 5,07%. A média mensal do índice de difusão do IPCA atingiu 58,44% no trimestre encerrado em agosto (69,26% no finalizado em maio e 56,35% em agosto de 2013).

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 1,15% no trimestre finalizado em agosto (1,34% no terminado em maio), contribuindo com 0,26 p.p. para a variação do IPCA no período. A desaceleração trimestral refletiu, em parte, exaustão do impacto do reajuste nos preços de medicamentos e recuo do preço da gasolina, cujos impactos superaram os associados às elevações na tarifa de energia elétrica residencial e na taxa de água e esgoto.

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Variação % mensal

Discriminação	Pesos	2014					
		Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	No ano
IPCA	100,00	0,67	0,46	0,40	0,01	0,25	4,02
Livres	77,21	0,64	0,42	0,44	-0,10	0,17	4,22
Monitorados	22,79	0,77	0,59	0,25	0,39	0,51	3,32
Principais itens							
Gás encanado	0,07	0,05	0,00	1,49	0,08	0,00	1,39
Ônibus urbano	2,50	0,24	0,72	0,58	0,00	0,00	3,47
Água e esgoto	1,42	0,76	-5,25	0,95	-1,34	1,46	-2,37
Plano de saúde	3,23	0,73	0,73	0,73	0,73	0,90	6,15
Gasolina	3,75	0,43	-0,35	-0,72	-0,80	0,30	0,16
Pedágio	0,12	0,00	0,00	0,00	2,37	1,40	2,75
Remédios	3,41	1,84	1,47	0,29	0,22	0,00	4,38
Energia elétrica	2,83	1,62	3,71	0,13	4,52	1,76	11,66
Gás veicular	0,11	0,89	0,95	0,60	1,12	0,09	5,52
Gás de bujão	1,08	0,22	0,16	0,01	-0,08	-0,34	0,27
Óleo diesel	0,14	0,14	0,41	-0,27	-0,23	0,51	2,17

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Variação % mensal

Discriminação	2014				
	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
IPCA (cheio)	0,67	0,46	0,40	0,01	0,25
Exclusão 1/	0,41	0,42	0,73	0,01	0,38
Exclusão 2/	0,52	0,54	0,71	0,19	0,42
Médias aparadas com suavização	0,56	0,64	0,56	0,35	0,40
Médias aparadas sem suavização	0,50	0,58	0,47	0,17	0,41
Dupla ponderação	0,56	0,50	0,61	0,21	0,44
IPC-Br (cheio)	0,77	0,52	0,33	0,10	0,12
Médias aparadas	0,62	0,49	0,53	0,41	0,38

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

2.4 Núcleos

O núcleo do IPCA – que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis – aumentou 1,33% no trimestre encerrado em agosto (1,65% no finalizado em maio). Considerados períodos de doze meses, a variação passou a 6,75% em agosto (6,48% em maio).

O núcleo do IPCA – que exclui os itens monitorados e o subgrupo alimentação no domicílio – variou 1,12% (1,72% no trimestre terminado em maio). O indicador acumulou expansão de 7,17% no intervalo de doze meses encerrado em agosto (7,24% em maio).

O núcleo do IPCA – calculado por médias aparadas com suavização[7] – cresceu 1,32% no trimestre finalizado em agosto (1,80% no encerrado em maio). A variação em doze meses atingiu 6,38% em agosto (6,12% em maio).

O núcleo do IPCA – calculado por médias aparadas sem suavização – variou 1,05% no trimestre terminado em agosto (1,79% no encerrado em maio). Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 6,30% em agosto (6,10% em maio).

O núcleo do IPCA – calculado por dupla ponderação[8] – aumentou 1,26% no trimestre encerrado em agosto (1,66% no terminado em maio). O indicador acumulou variação de 6,73% no período de doze meses finalizado em agosto (6,65% em maio).

O núcleo de inflação do IPC da FGV – calculado pelo método das médias aparadas com suavização – aumentou 1,33% no trimestre finalizado em agosto (1,67% no terminado em maio). Considerados períodos de doze meses, variou 5,91% em agosto (5,46% em maio).

2.5 Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 29 de agosto, as medianas das projeções para as variações anuais do IPCA em 2014 e 2015 atingiram 6,27% e 6,29%, respectivamente (6,45% e 6,1%, na ordem, ao final de

7/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador exclui os itens cuja variação mensal se situe, na distribuição, acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20, além de suavizar ao longo de doze meses a flutuação de itens cujas variações são concentradas em poucos períodos do ano.

8/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador consiste na reponderação dos pesos originais – baseados na importância de cada item para a cesta do IPCA – pelos respectivos graus de volatilidade relativa, um procedimento que reduz a importância dos componentes mais voláteis.

Gráfico 2.5 – IPCA

Medianas (%)

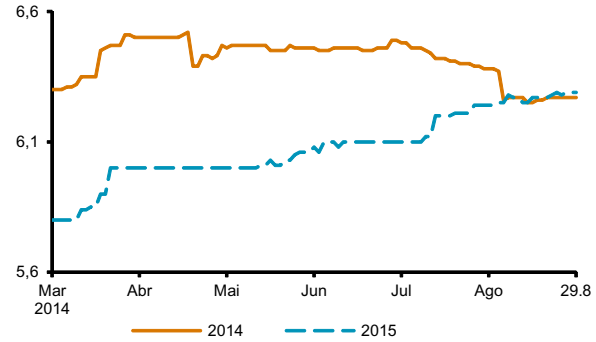


Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI

Medianas (%)

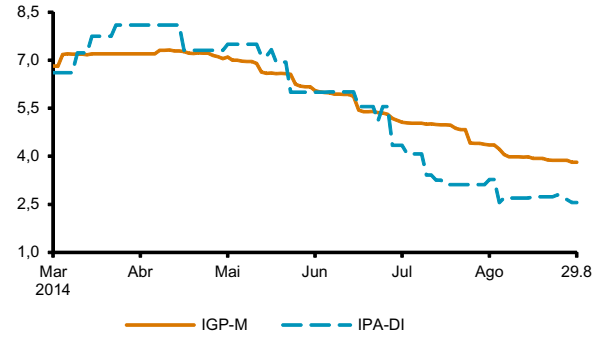


Gráfico 2.7 – Câmbio

Medianas (R$/US$)

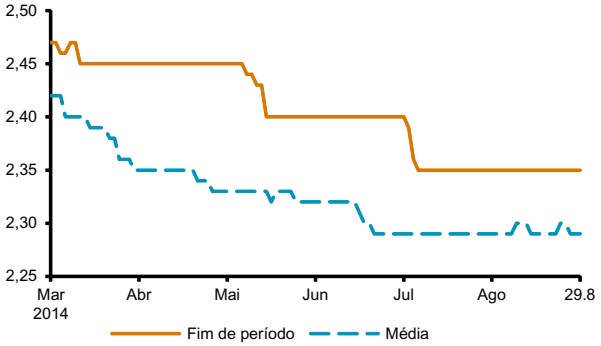


Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado

	31.3.2014		30.6.2014		29.8.2014	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Em percentual						
IPCA	6,3	5,8	6,5	6,1	6,3	6,3
IGP-M	7,2	5,5	5,4	5,5	3,8	5,5
IPA-DI	6,6	5,6	5,6	6,0	2,6	5,5
Preços administrados	4,4	5,5	5,0	7,0	5,1	7,0
Selic (fim de período)	11,25	12,00	11,00	12,00	11,00	11,75
Selic (média do período)	11,06	11,96	10,91	11,88	10,91	11,63
PIB	1,7	2,0	1,1	1,5	0,5	1,1
Em R$/US$						
Câmbio (fim de período)	2,46	2,55	2,40	2,50	2,35	2,50
Câmbio (média do período)	2,40	2,49	2,30	2,46	2,29	2,44

junho). A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 6,24% (5,90% em 30 de junho).

A mediana para a variação do IGP-M em 2014 diminuiu de 5,39%, ao final de junho, para 3,81% em 29 de agosto, e a do IPA-DI, de 5,55% para 2,56%. No mesmo período, as medianas para as variações do IGP-M e do Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) para 2015 passaram de 5,50% para 5,54% e de 6% para 5,53%, respectivamente.

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2014 aumentou de 5,0%, ao final de junho, para 5,05%, em 29 de agosto, e a relativa a 2015 foi mantida em 7,0%.

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para o final de 2014 e de 2015 atingiram, na ordem, R$2,35/US$ e R$2,50/US$ no final de agosto (R$2,40/US$ e R$2,50/US$, respectivamente, ao final de junho). As medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2014 e de 2015 atingiram R$2,29/US$ e R$2,44/US$, respectivamente, em 29 de agosto (R$2,30/US$ e R$2,46/US$, na ordem, ao final de junho).

2.6 Conclusão

A evolução favorável dos preços ao consumidor no trimestre encerrado em agosto refletiu o arrefecimento da variação dos preços livres, em particular, a deflação nos grupos alimentação e transportes. Prospectivamente, a deflação recentemente observada dos preços no atacado e os efeitos defasados das ações de política monetária, entre outros aspectos, sugerem contenção das pressões altistas de preços ao consumidor nos próximos meses.

Políticas creditícia, monetária e fiscal

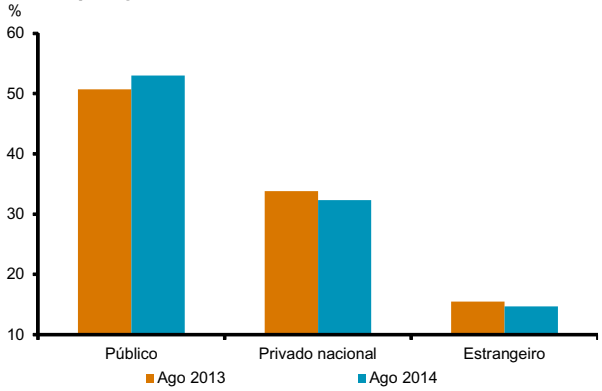
3

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

R$ bilhões

Discriminação	2014				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Total	2 804,6	2 830,9	2 836,8	2 864,2	2,1	11,1
Pessoas jurídicas	1 493,4	1 506,3	1 504,5	1 516,0	1,5	9,1
Recursos livres	757,1	765,7	756,8	760,0	0,4	5,0
Direcionados	736,3	740,6	747,7	756,0	2,7	13,6
Pessoas físicas	1 311,2	1 324,6	1 332,3	1 348,2	2,8	13,4
Recursos livres	756,7	758,9	760,1	764,0	1,0	5,0
Direcionados	554,5	565,8	572,2	584,2	5,4	26,7
Participação %:						
Total/PIB	56,4	56,8	56,6	56,8		
Pes. jurídicas/PIB	30,0	30,2	30,0	30,0		
Pessoas físicas/PIB	26,4	26,6	26,6	26,7		
Recursos livres/PIB	30,4	30,6	30,2	30,2		
R. direcionados/PIB	25,9	26,2	26,3	26,6		

3.1 – Operações de Crédito do Sistema Financeiro



O crescimento da carteira total de crédito do sistema financeiro moderou no trimestre encerrado em agosto, em relação ao trimestre finalizado em maio. Destacaram-se os dinamismos das contratações com recursos direcionados e da carteira de pessoas físicas, com destaque para as modalidades financiamentos imobiliários e rurais. Por outro lado, no segmento de crédito livre, observou-se contração, em parte, devido a fatores sazonais. No trimestre, as taxas de juros e os *spreads* bancários reduziram e os indicadores de inadimplência permaneceram estáveis. Ressalte-se, ainda, que o Banco Central anunciou, em julho e agosto, ajustes nas regras dos recolhimentos compulsórios[9].

3.1 Crédito

O saldo da carteira total de crédito atingiu R$2.864 bilhões em agosto, com expansões de 2,1% no trimestre e 11,1% em doze meses (2,7% e 12,8%, respectivamente, em maio). A carteira de crédito a empresas totalizou R$1.516 bilhões (aumentos respectivos de 1,5% e 9,1%) e a famílias, R$1.348 bilhões (expansões de 2,8% e 13,4%). A relação crédito/PIB atingiu 56,8% em agosto (56,4% em maio e 55,1% em agosto de 2013).

As carteiras de bancos públicos, privados nacionais e estrangeiros variaram 3,4%, 0,8% e 0,6%, respectivamente, no trimestre, e passaram a representar, na ordem, 53,0%, 32,3% e 14,7% da carteira total de crédito do sistema financeiro em agosto (52,3%, 32,8% e 14,9% em maio).

As contratações de crédito ao setor privado somaram R$2.687 bilhões em agosto (aumento trimestral de 1,9%), com destaque para o desempenho positivo de financiamentos imobiliários, que aumentaram 6,3% no trimestre e

9/ Os ajustes foram regulamentados pelas Circulares nºs 3.712, de 24 de julho, e 3.715, de 20 de agosto. A principal alteração consiste na possibilidade de cumprimento de até 60% da exigibilidade dos recolhimentos compulsório sobre depósitos a prazo com operações de crédito, sejam novas contratações ou aquisição de carteiras originadas de instituições elegíveis. Essa medida, em vigor a partir de 25 de agosto e pelo período de doze meses, aumenta, de 58 para 134, a quantidade de instituições financeiras elegíveis à condição de cedentes ou vendedoras de carteiras de créditos no mercado financeiro, com impacto sobre a capilaridade da oferta de crédito.

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas

Composição % no saldo

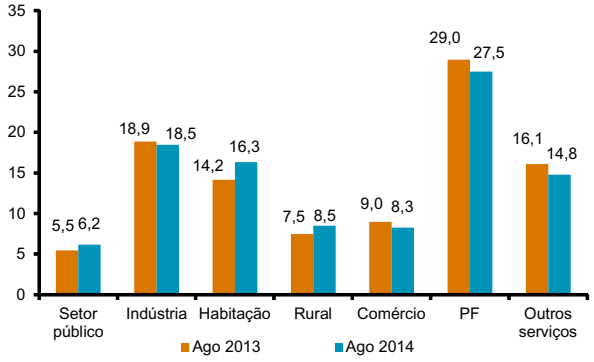


Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas

R$ bilhões

Discriminação	2014				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Recursos livres	756,7	758,9	760,1	764,0	1,0	5,0
Crédito pessoal	337,3	340,5	343,1	346,0	2,6	11,1
Do qual: consignado	235,1	238,1	240,8	243,1	3,4	13,1
Aquisição de veículos	188,0	186,5	185,3	184,6	-1,8	-4,7
Cartão de crédito	143,6	144,2	145,0	146,7	2,1	12,9
Cheque especial	23,4	24,0	23,2	22,9	-1,8	8,5
Demais	64,4	63,7	63,5	63,8	-0,9	-10,6
Recusos direcionados	554,5	565,8	572,2	584,2	5,4	26,7
BNDES	39,2	39,3	39,7	40,4	3,0	18,9
Imobiliário	376,5	384,5	393,0	401,0	6,5	27,4
Rural	126,2	129,2	127,6	130,8	3,6	27,3
Demais	12,6	12,8	11,9	12,0	-4,8	26,3

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

R$ bilhões

Discriminação	2014				Variação %	
	Mai	Jun	Jul	Ago	3 meses	12 meses
Recursos livres	757,1	765,7	756,8	760,0	0,4	5,0
Capital de giro	388,9	389,0	387,3	388,3	-0,2	4,2
Conta garantida	44,8	45,8	44,6	45,6	1,8	6,8
ACC	48,9	51,3	52,1	52,2	6,6	12,4
Financ. a exportações	54,0	55,2	55,7	55,9	3,6	19,2
Demais	220,5	224,4	217,1	218,0	-1,1	1,3
Recursos direcionados	736,3	740,6	747,7	756,0	2,7	13,6
BNDES	531,1	534,3	540,6	546,3	2,9	10,4
Imobiliário	63,6	64,9	65,7	66,7	5,0	33,4
Rural	72,0	72,2	73,0	73,6	2,1	25,9
Demais	69,6	69,2	68,4	69,4	-0,3	11,8

corresponderam a 9,3% do PIB em agosto (7,8% do PIB em igual mês de 2013). As concessões dessa modalidade somaram R$42 bilhões no trimestre, com aumento de 0,3% em relação ao trimestre anterior. A carteira de crédito rural, por seu turno, atingiu R$243 bilhões em agosto (aumento trimestral de 3,2%), destacando-se a modalidade investimento agrícola.

Os empréstimos para o setor industrial totalizaram R$529 bilhões (aumento trimestral de 1,4%) – destaque para as operações com os segmentos agronegócios, automóveis e energia – e para o comércio, R$237 bilhões (recuo de 0,2% no trimestre) – destaque para a menor contratação de recursos nos ramos atacadista, varejista de bens duráveis e veículos.

Empréstimos ao setor público somaram R$177 bilhões (aumento de 5,3% no trimestre), reflexo de acréscimos de 4,0% na esfera federal e de 6,5% na esfera de estados e municípios – em grande parte, destinados ao financiamento de infraestrutura urbana.

Especificamente sobre contratações com recursos livres, o total atingiu R$1.524 bilhões em agosto (53,2% da carteira do sistema financeiro), com variações de 0,7% no trimestre e de 5% em doze meses. A evolução trimestral refletiu aumentos de 1% no segmento de pessoas físicas – destaque para crédito consignado (3,4%) e cartão à vista (2,2%) – e de 0,4% no de pessoas jurídicas – destaque para adiantamentos sobre contratos de câmbio (6,6%) e financiamentos a exportações (3,6%)

As operações contratadas com recursos direcionados somaram R$1.340 bilhões em agosto (aumentos de 3,8% no trimestre e 19,0% em doze meses). A carteira a pessoas físicas totalizou R$584 bilhões (aumentos respectivos de 5,4% e 26,7%) – destaque para financiamentos imobiliários – e a carteira de pessoas jurídicas, R$756 bilhões (expansões de 2,7% no trimestre e 13,6% em doze meses) – destaque para os financiamentos para investimentos com recursos do BNDES. Especificamente sobre desembolsos do BNDES, exclusive BNDESpar, a carteira totalizou R$39 bilhões, com avanço trimestral de 10%.

No trimestre, o Banco Central fez ajustes na regulação macroprudencial a fim de adaptar parâmetros regulatórios domésticos às recomendações do Comitê de Basiléia. Nesse sentido, a Circular 3.714, de 20 de agosto, estabeleceu um único Fator de Ponderação de Risco (FPR) – igual a 75% – para cálculo do requerimento de capital aplicável a operações

de crédito pessoal e de financiamento de veículos contratadas por pessoas físicas. Além disso, a Circular ampliou, de R$600 mil para R$1,5 milhão, o limite de contratação com pessoa física ao qual aquele fator deve ser aplicado. Em relação às empresas de pequeno porte, aumentou de R$1,5 milhão para R$3 milhões o limite de exposição a um mesmo tomador sujeito à ponderação de 75%. Acima desse montante, o FPR permanece igual a 100%. O conceito de empresa de pequeno porte também foi modificado, e agora contempla empresas com receita bruta anual de até R$15 milhões (ante R$3,6 milhões na regulação anterior).

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

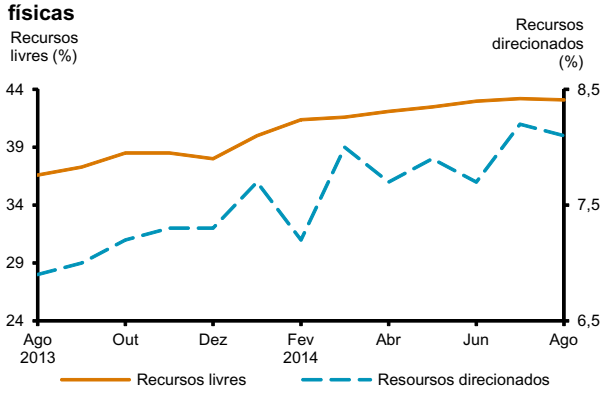


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

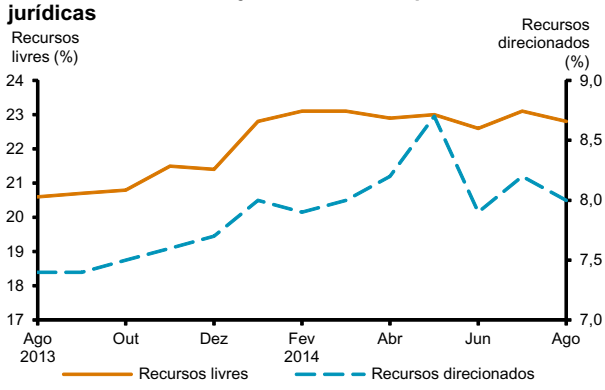
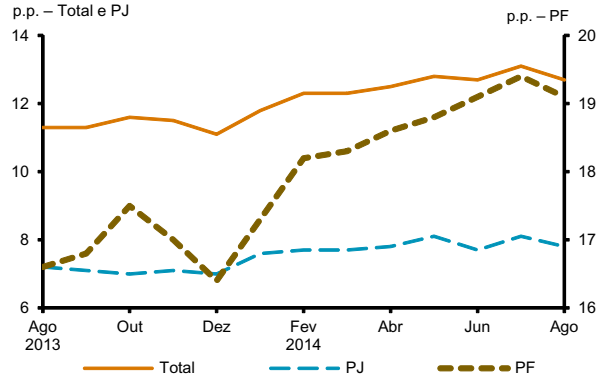


Gráfico 3.5 – *Spread* médio das operações de crédito



Taxas de juros e inadimplência

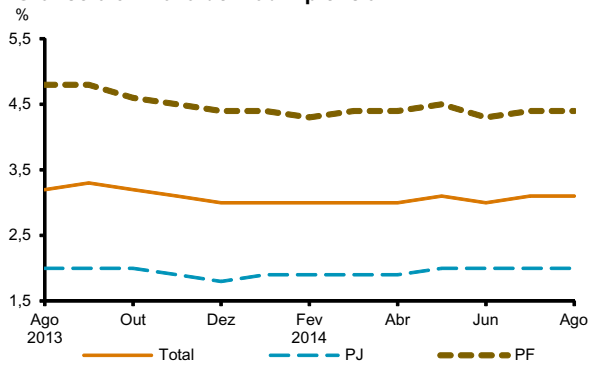
A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu 21,1% a.a. em agosto (redução de 0,3 p.p. no trimestre e aumento de 1,8 p.p. em doze meses) – 32,2% a.a. no segmento de recursos livres e em 8,0% a.a. no de recursos direcionados (variações trimestrais respectivas de 0,2 p.p. e -0,4 p.p.).

Em outra perspectiva, a taxa média de juros das operações no segmento de pessoas físicas alcançou 27,9% a.a. em agosto (estabilidade no trimestre e alta de 2,7 p.p. em doze meses). A taxa atingiu 43,1% a.a. no segmento de recursos livres e 8,1% a.a. no de recursos direcionados (com destaque para aumentos trimestrais respectivos de 4,3 p.p. e 0,6 p.p., nas modalidades cheque especial e crédito rural). Já no segmento de pessoas jurídicas, a taxa média de juros atingiu 15,8% a.a. (redução de 0,5 p.p. no trimestre e aumento de 1,1 p.p. em doze meses). A taxa situou-se em 22,8% a.a. nas contratações com recursos livres e em 8,0% a.a. nas operações com recursos direcionados (reduções de 0,2 p.p. e 0,7 p.p., respectivamente, no trimestre).

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 12,7 p.p. em agosto (queda de 0,1 p.p. no trimestre e alta de 1,4 p.p. em doze meses). O indicador situou-se em 19,1 p.p. no segmento de pessoas físicas (aumentos de 0,3 p.p. no trimestre e 2,5 p.p. em doze meses) e em 7,8 p.p. no de pessoas jurídicas (variações respectivas de -0,3 p.p. e 0,6 p.p.). O *spread* atingiu 21,2 p.p. nas operações com recursos livres e 2,8 p.p. nas realizadas com recursos direcionados (alta de 0,6 p.p. e redução de 0,5 p.p., respectivamente, no trimestre).

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3,1%

Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência[1/]

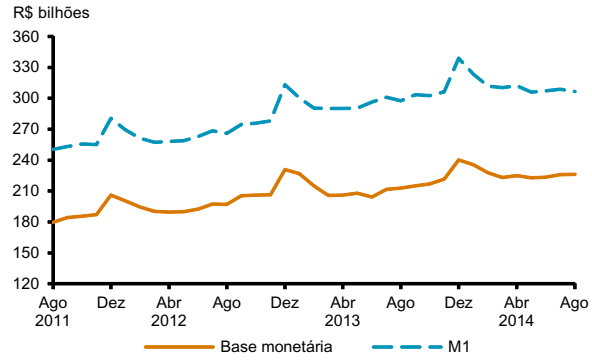


1/ Percentual da carteira com atraso superior a noventa dias.

em agosto (estabilidade no trimestre e redução de 0,1 p.p. em doze meses). O indicador atingiu 4,4% no segmento de pessoas físicas (recuos de 0,1 p.p. no trimestre e de 0,4 p.p. em doze meses) e 2,0% no segmento de pessoas jurídicas (estabilidade no trimestre e em doze meses). A inadimplência atingiu 5,0% nas contratações com recursos livres (estabilidade no trimestre e queda de 0,1 p.p. em doze meses) e 1,1% nas pactuadas com recursos direcionados (estabilidade no trimestre e elevação de 0,1 p.p. em doze meses).

3.2 Agregados monetários

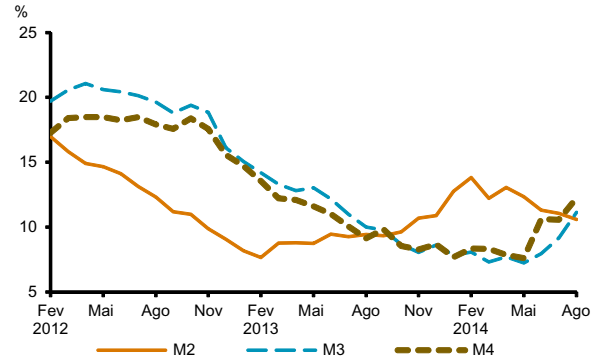
Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários



O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) totalizou R$306,5 bilhões em agosto, aumentando 0,1% no trimestre e 2,9% em doze meses. A base monetária somou R$226,3 bilhões, com crescimentos respectivos de 1,5% e 6,3%.

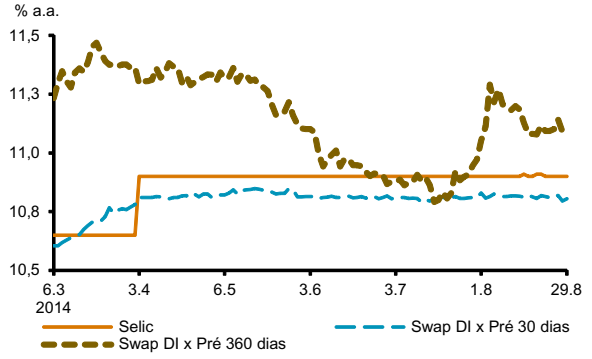
Considerados saldos em final de período, a base monetária atingiu R$231,3 bilhões em agosto. O aumento trimestral de 7,7% refletiu, em parte, impactos expansionistas das compras líquidas de divisas pelo Banco Central (R$25,1 bilhões) e dos recolhimentos compulsórios (R$26,1 bilhões), e efeitos contracionistas das operações com títulos públicos federais (R$30,5 bilhões) e dos ajustes nas operações com derivativos (R$3,3 bilhões).

Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados
Variação percentual em 12 meses



Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R$2 trilhões em agosto (aumentos de 1,9% no trimestre e de 10,6% em doze meses), destacando-se expansões interanuais de 10,8% no estoque de títulos privados e de 14,3% nos depósitos de poupança. Já o estoque de M3 atingiu R$4,1 trilhões (aumentos de 4,6% no trimestre e de 11,1% em doze meses) e o de M4, R$4,8 trilhões (expansões respectivas de 4,1% e 12,2%, nas mesmas bases de comparação).

Gráfico 3.9 – Taxas de juros



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros de médio prazo apresentaram estabilidade no trimestre iniciado em junho. As taxas de curto prazo (contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro – DI x pré de 30 dias) mantiveram-se em 10,8% a.a. e as de médio prazo (contratos de 360 dias), em 11,1% a.a., ao longo do trimestre.

Gráfico 3.10 – Taxa de juros *ex-ante* deflacionada pelo IPCA para 12 meses

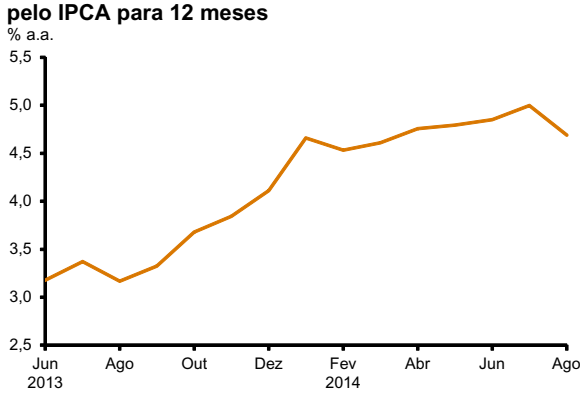
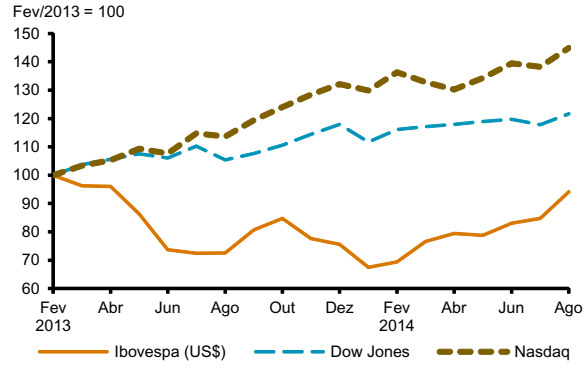


Gráfico 3.11 – Ibovespa

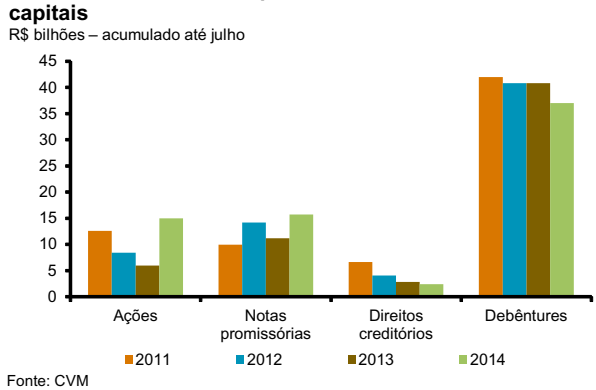
Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais



Fonte: CVM

As expectativas dos participantes de mercado para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) doze meses à frente e para a inflação aumentaram no trimestre encerrado em agosto. Assim, definida como a diferença entre as duas, a taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses encerrou agosto em 4,7% a.a. (redução de 10 p.b. no trimestre).

Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) encerrou agosto em 61.288 pontos (51.239 pontos ao final de maio). O valor de mercado das empresas listadas cresceu 16,9% no trimestre, para R$2.224 bilhões, e a média diária do volume transacionado recuou 3,0%. Avaliado em dólares, o Ibovespa valorizou 19,6% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq cresceram 2,3% e 8,0%, respectivamente.

O financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, atingiu R$70,0 bilhões nos sete primeiros meses do ano (R$60,8 bilhões em igual período de 2013), com destaque para o crescimento de R$9,1 bilhões na emissão de ações e o recuo de R$3,8 bilhões nas de debêntures.

3.3 Política fiscal

Em junho, foram editados decretos que mantiveram, até 31 de dezembro de 2014, alíquotas reduzidas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre veículos, móveis, painéis, revestimentos de móveis e luminárias.

A Medida Provisória nº 651, de 9 de julho de 2014, estabeleceu a reabertura do Programa de Recuperação Fiscal (Refis), cuja arrecadação prevista é de R$18 bilhões em 2014. Além disso, restabeleceu, em caráter permanente, o Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras (Reintegra); e tornou definitiva a desoneração salarial sobre a folha de pagamento para 56 segmentos da economia.

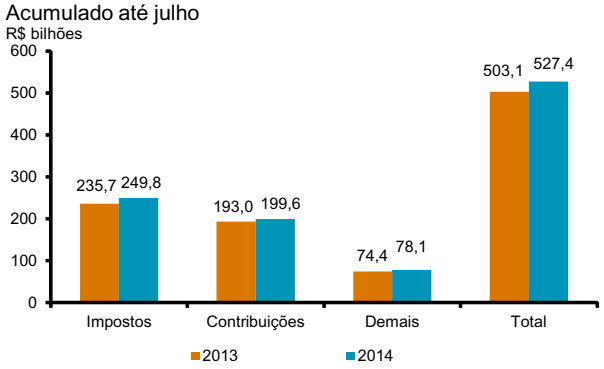
Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado em 12 meses

Segmento	2012		2013		Jul 2014	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Governo Central	-86,1	-2,0	-75,3	-1,6	-51,3	-1,0
Governos regionais	-21,5	-0,5	-16,3	-0,3	-10,8	-0,2
Empresas estatais	2,6	0,1	0,3	0,0	0,6	0,0
Total	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-61,5	-1,2

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até julho



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-julho

Discriminação	2013		2014	
	R$ milhões	% do PIB	R$ milhões	% do PIB
Total	313 680	11,4	352 034	11,9
Pessoal e encargos sociais	116 544	4,2	124 350	4,2
Custeio e capital	195 844	7,1	226 107	7,7
FAT	25 073	0,9	23 663	0,8
Subsídio e subvenções	6 720	0,2	5 543	0,2
Loas/RMV	19 647	0,7	21 937	0,7
Investimento	38 784	1,4	47 052	1,6
Outras	105 619	3,9	127 913	4,3
Transferências ao Bacen	1 292	0,0	1 576	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social

Janeiro-julho

R$ bilhões

Discriminação	2013	2014	Var. %
Arrecadação bruta	184,4	204,4	10,8
Restituição/devolução	-0,6	-0,6	2,4
Transferência a terceiros	-19,4	-21,8	12,3
Arrecadação líquida	164,4	182,0	10,7
Benefícios previdenciários	194,5	210,1	8,0
Resultado primário	-30,1	-28,2	-6,5
Arrecadação líquida/PIB	6,0%	6,2%	
Benefícios/PIB	7,1%	7,1%	
Resultado primário/PIB	-1,1%	-1,0%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O *superavit* primário do setor público consolidado atingiu R$24,7 bilhões nos sete primeiros meses de 2014 (0,84% do PIB, ante 1,99% do PIB em igual período de 2013). Houve redução do *superavit* em todas as esferas do setor público, com destaque para o recuo de 0,91 p.p. do PIB no resultado do Governo Central.

A receita bruta do Governo Federal totalizou R$527,4 bilhões nos sete primeiros meses do ano (aumento de 4,8% em relação a igual período de 2013). Destacaram-se os crescimentos nas receitas de dividendos (35,2%) e de Imposto de Renda (6,7%). Cabe ressaltar, também, a maior arrecadação de Imposto sobre Produtos Industrializados (8,1%), com destaque para recolhimentos vinculados à importação e à recomposição da alíquota sobre automóveis, móveis e produtos da linha branca.

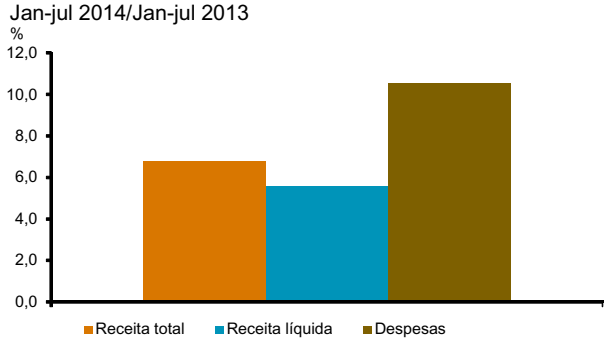
As despesas do Tesouro Nacional somaram R$352 bilhões nos sete primeiros meses do ano (elevação de 12,2% em relação a igual período de 2013). As despesas com pessoal cresceram 6,7% e as de custeio e capital, 15,5% – com expansões respectivas de 13,7%, 27,9% e 126,5% nas despesas discricionárias, nos gastos relacionados ao PAC e nas despesas do Tesouro Nacional com a compensação ao Fundo do Regime Geral de Previdência Social (RGPS). As despesas com subsídios e subvenções econômicas recuaram 17,5% no período.

O *deficit* da Previdência Social atingiu R$28,2 bilhões nos sete primeiros meses do ano (recuo de 6,5% em relação a igual período de 2013). Por outro lado, a arrecadação líquida da Previdência Social, refletindo a evolução da massa salarial e das compensações do RGPS, cresceu 10,7% no período. As despesas com benefícios aumentaram 8,0%, resultado de elevações de 6,6% no valor médio dos benefícios pagos e de 3,5% na quantidade média mensal, e de redução de 38,0% no valor pago dos precatórios.

As receitas e as despesas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) totalizaram, na ordem, R$702,9 bilhões e R$564,1 bilhões nos sete primeiros meses do ano (aumentos respectivos de 6,8% e 10,5% em relação a igual período de 2013).

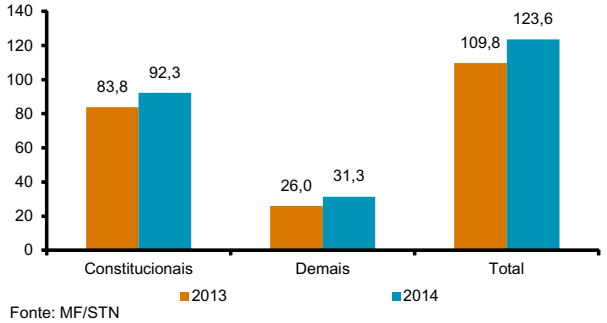
As transferências do Governo Federal para os governos regionais atingiram R$123,6 bilhões nos sete primeiros meses do ano. O crescimento de 12,6% em relação a

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central
Jan-jul 2014/Jan-jul 2013
%



Fonte: MF/STN

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios
Acumulado Jan-jul
R$ bilhões



Fonte: MF/STN

Gráfico 3.17– Governos regionais: *superavit* primário acumulado em doze meses e dívida líquida
% PIB

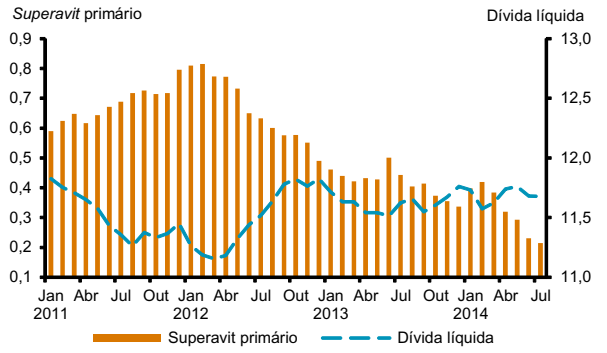
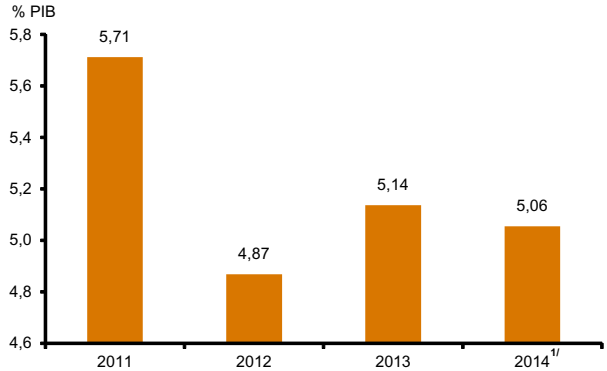


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados
% PIB



1/ Acumulado em doze meses até julho.

igual período de 2013 refletiu, em especial, aumento das transferências constitucionais face à maior arrecadação de tributos compartilhados (sobretudo do Refis), e auxílios financeiros a estados e municípios previstos na Medida Provisória nº 629 e na Lei nº 12.859, ambas de 2013.

O *superavit* primário de estados e municípios somou R$11,5 bilhões (0,39% do PIB) nos sete primeiros meses de 2014 (0,62% do PIB em igual período do ano anterior), com destaque para o recuo de 0,26 p.p. do PIB no *superavit* dos governos estaduais. As arrecadações do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) – principal tributo regional – e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) elevaram-se 5,8% e 9,5%, respectivamente, no primeiro semestre do ano, em relação a igual período de 2013.

O *deficit* primário das empresas estatais atingiu R$0,3 bilhão (0,01% do PIB) nos sete primeiros meses do ano (*superavit* de 0,004% do PIB no mesmo período de 2013).

Os juros nominais incidentes sobre a dívida pública – por convenção, apropriados por competência – totalizaram R$148,2 bilhões nos sete primeiros meses de 2014 (5,02% do PIB). A redução de 0,14 p.p. do PIB em relação a igual período de 2013 reflete, em parte, o ganho de R$17,6 bilhões em operações de *swap* cambial no período, ante perda de R$1,5 bilhão no mesmo período de 2013.

O resultado nominal do setor público – soma de resultado primário e juros nominais apropriados – foi deficitário em R$123,6 bilhões (4,18% do PIB) nos sete primeiros meses de 2014 (3,17% do PIB no mesmo período de 2013). O financiamento desse *deficit* ocorreu por intermédio da expansão da dívida mobiliária interna. Além disso, houve reduções na dívida bancária líquida, no financiamento externo líquido e nas demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais implicaram emissões líquidas, com impacto monetário contracionista, de R$33 bilhões no trimestre encerrado em julho – colocações de R$124 bilhões e resgates de R$91 bilhões. As operações de trocas totalizaram R$4,5 bilhões, todas com Notas do

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2012		2013		Jul 2014[1/]	
	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB	R$ bilhões	% PIB
Usos	108,9	2,5	157,5	3,3	194,1	3,8
Primário	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-61,5	-1,2
Juros	213,9	4,9	248,9	5,1	255,6	5,1
Fontes	108,9	2,5	157,5	3,3	194,1	3,8
Financiamento interno	131,5	3,0	179,1	3,7	201,3	4,0
Dívida mobiliária	311,4	7,1	113,8	2,3	206,3	4,1
Dívida bancária	-207,7	-4,7	45,7	0,9	-22,0	-0,4
Outros	27,8	0,6	19,6	0,4	17,0	0,3
Financiamento externo	-22,6	-0,5	-21,6	-0,4	-7,2	-0,1

1/ Acumulado em 12 meses.

Gráfico 3.19 – Posição líquida de financiamento dos títulos públicos federais – Média diária

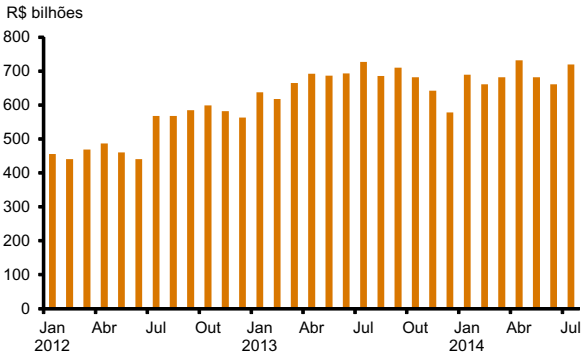


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

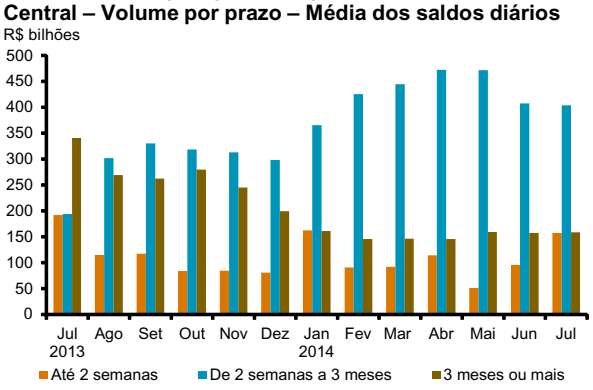
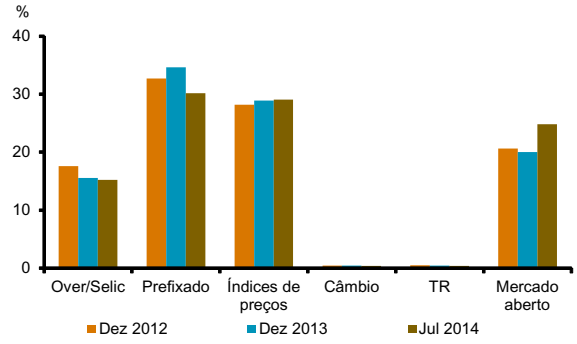


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal[1/]



1/ Não inclui *swap*.

Tesouro Nacional – Série B (NTN-B). Não houve resgates antecipados.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R$719,3 bilhões em julho (contração de 1,7% em relação à média de abril). Aumentaram os volumes de operações com prazo inferior a duas semanas (de R$114 bilhões para R$157,3 bilhões) e com prazo de três a sete meses (de R$145,4 bilhões para R$158,4 bilhões) e diminuiu, de R$472,1 bilhões para R$403,6 bilhões, o volume de operações com prazo de duas semanas a três meses.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna – posição de carteira – totalizou R$2.082 bilhões em julho (41,2% do PIB), elevando-se 1,68 p.p. do PIB em três meses e 1,01 p.p. do PIB em doze meses. A expansão trimestral refletiu emissões líquidas no mercado primário (R$64,1 bilhões), incorporação de juros nominais (R$58 bilhões) e o impacto de R$0,2 bilhão da depreciação cambial de 1,4%, no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, de títulos indexados à Selic e de títulos prefixados aumentaram 0,5 p.p. e 0,7 p.p., respectivamente, em julho, em relação aos valores registrados em abril; a dos financiamentos do Banco Central por meio das operações do mercado aberto recuou 1,2 p.p.; e as de títulos indexados a índices de preços e à taxa de câmbio apresentaram estabilidade.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos em julho: 8,6% do total em 2014; 19,5% em 2015; e 71,9% a partir de janeiro de 2016. Os títulos vincendos em doze meses representaram 25,3% do total da dívida mobiliária em mercado. O prazo médio de vencimento da dívida atingiu 51,7 meses.

O estoque líquido de operações de *swap* cambial totalizou R$211,5 bilhões em julho. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom) foi favorável ao Banco Central em R$3 bilhões, no conceito caixa.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

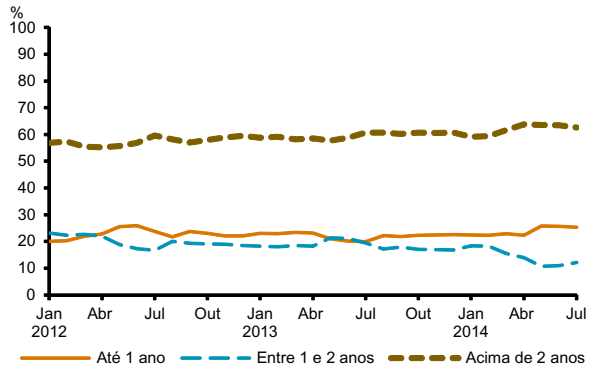


Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

Fatores condicionantes

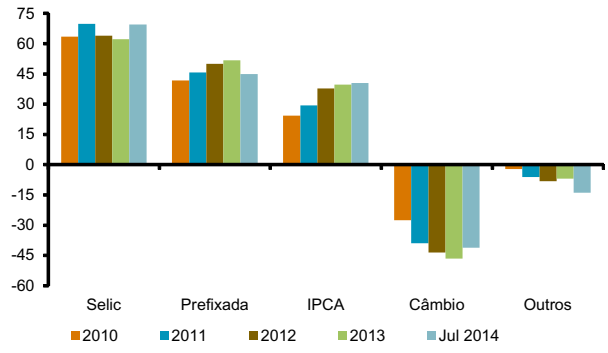
Discriminação	2012		2013		Jul 2014	
	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB	R$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 550 083	35,3	1 626 335	33,6	1 772 880	35,1
Fluxos acumulados no ano						
Variação DLSP	41 536	-1,1	76 252	-1,7	146 546	1,5
Fatores	41 536	0,9	76 252	1,6	146 546	2,9
NFSP	108 912	2,5	157 550	3,3	123 577	2,4
Primário	-104 951	-2,4	-91 306	-1,9	-24 665	-0,5
Juros	213 863	4,9	248 856	5,1	148 242	2,9
Ajuste cambial	-56 560	-1,3	-95 923	-2,0	23 857	0,5
Dívida interna[1/]	-3 171	-0,1	-4 643	-0,1	726	0,0
Dívida externa	-53 389	-1,2	-91 280	-1,9	23 130	0,5
Outros[2/]	-5 011	-0,1	17 600	0,4	387	0,0
Reconhecimento de dívidas	-5 805	-0,1	-2 427	-0,1	-1 275	0,0
Privatizações	0	0,0	-547	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-2,1		-3,3		-1,4

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

2/ Paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida.

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores

Percentual



Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R$1.773 bilhões em julho (35,1% do PIB). A elevação de 1,5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013 refletiu impactos da apropriação de juros nominais (2,9 p.p.), da valorização cambial de 3,2% acumulada no ano (0,5 p.p.), do *superavit* primário (-0,5 p.p.) e do crescimento do PIB nominal (-1,4 p.p.).

As maiores alterações na composição da DLSP nos sete primeiros meses de 2014 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (7,4 p.p.), pré-fixada (-6,8 p.p.) e na posição credora vinculada ao câmbio (-5,5 p.p.). As parcelas representaram, em julho, 69,6%, 44,9% e -41,1%, respectivamente, da DLSP.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R$2.983,1 bilhões em julho (59,0% do PIB), elevando-se 2,3 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013.

3.4 Conclusão

A evolução recente das operações de crédito segue tendência de expansão gradual e consistente com a posição cíclica da economia. Por sua vez o comportamento das taxas ativas praticadas pelas instituições financeiras mostra-se em linha com o da taxa Selic.

O *superavit* primário acumulado nos sete primeiros meses do ano retraiu em relação ao do mesmo período de 2013, em parte, reflexo da moderação no ritmo de atividade econômica interna e de desonerações tributárias.

Economia internacional

4

As principais economias globais cresceram em ritmo distinto no segundo trimestre de 2014, com o dinamismo da atividade nos Estados Unidos da América (EUA), China e Reino Unido contrapondo-se a resultado modesto na Área do Euro e retração no Japão. As variações anuais dos índices de preços ao consumidor seguiram em patamares baixos nas principais economias avançadas. Nesse contexto, o processo gradual de normalização da política monetária nos EUA e expectativas de adoção de medidas expansionistas na Área do Euro, em parte, explicam os níveis baixos de volatilidade nos mercados financeiros e a compressão dos prêmios de riscos.

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB[1/]

Variação % trimestral anualizada

Discriminação	2012		2013				2014	
	III	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB								
Estados Unidos	2,5	0,1	2,7	1,8	4,5	3,5	-2,1	4,2
Área do Euro	-0,6	-2,1	-0,8	1,2	0,5	1,2	0,9	0,1
Reino Unido	3,1	-0,9	2,1	2,7	3,4	2,6	3,3	3,4
Japão	-2,7	-0,5	5,1	3,4	1,8	-0,5	6,0	-7,1
China[1/]	8,2	7,8	6,6	7,4	9,5	7,0	6,1	8,2
Consumo das famílias								
Estados Unidos	1,9	1,9	3,6	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5
Área do Euro	-0,5	-2,1	-0,9	0,6	0,6	0,3	0,7	1,2
Reino Unido	1,2	1,8	3,7	1,4	2,9	1,1	2,9	nd
Japão	-1,9	1,8	4,2	3,0	0,8	1,5	8,4	-19,0
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	0,8	3,6	1,5	1,6	5,5	10,4	1,6	8,4
Área do Euro[2/]	-2,3	-5,5	-6,2	0,5	1,9	3,8	0,9	-1,3
Reino Unido[2/]	-10,5	-18,9	4,2	13,6	9,9	5,5	9,8	nd
Japão	-5,7	-4,0	-7,6	7,2	2,2	3,9	34,8	-18,8
Investimento residencial								
Estados Unidos	14,1	20,4	7,8	19,0	11,2	-8,5	-5,3	7,2
Área do Euro[3/]	-3,1	-7,1	-5,6	-1,9	4,0	-1,1	3,8	-9,1
Reino Unido	-11,4	2,1	-1,4	39,1	0,7	6,1	10,5	nd
Japão	11,8	4,1	3,1	8,8	20,3	10,1	8,2	-35,6
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	2,1	1,5	-0,8	6,3	5,1	10,0	-9,2	10,1
Área do Euro	2,9	-2,4	-3,0	9,4	0,5	5,6	0,3	1,8
Reino Unido	14,0	-4,5	-2,4	9,9	-9,9	3,5	-0,3	nd
Japão	-15,2	-12,0	18,1	12,8	-2,8	1,2	28,6	-2,0
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	-0,6	-3,5	-0,3	8,5	0,6	1,3	2,2	11,0
Área do Euro	0,8	-3,9	-3,0	6,5	4,4	2,6	3,1	1,0
Reino Unido	1,9	-0,1	-8,7	9,7	4,6	-5,2	-4,6	nd
Japão	-3,0	-7,6	4,8	9,6	7,3	15,7	28,0	-20,6
Gastos do Governo								
Estados Unidos	2,7	-6,0	-3,9	0,2	0,2	-3,8	-0,8	1,4
Área do Euro[4/]	-1,0	0,3	0,8	0,1	1,1	-1,3	2,8	0,6
Reino Unido[4/]	0,9	0,9	-1,9	5,6	2,3	-0,4	-0,2	nd
Japão	-0,1	1,8	5,7	6,8	5,8	2,0	-2,7	-0,2

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

1/ Informações referentes à China disponíveis apenas para o PIB e somente a partir do último trimestre de 2010.

2/ Formação Bruta de Capital Fixo total (inclui governo).

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

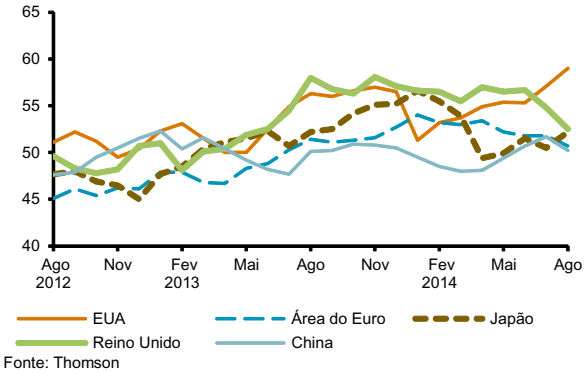
4.1 Atividade econômica

O PIB dos EUA cresceu, em termos anualizados, 4,2% no segundo trimestre de 2014 (-2,1% no anterior). Esse resultado refletiu, em grande parte, as contribuições de 1,7 p.p. do consumo das famílias – que aumentou 2,5% – e de 1,4 p.p. da variação de estoques; e de -0,4 p.p. do componente externo da demanda, com aumentos de 10,1% das exportações e de 11,0% das importações. Dados recentes sugerem a continuidade da retomada da economia dos EUA. Nesse sentido, em julho, a produção industrial cresceu 0,4% em relação ao mês anterior, e o nível de utilização da capacidade instalada atingiu 79,2%, maior patamar desde junho de 2008. Em agosto, o PMI do setor manufatureiro atingiu 59,0 pontos (57,1 em julho), melhor resultado desde março de 2011, e o índice de confiança do consumidor, divulgado pelo *Conference Board*, aumentou pelo quarto mês consecutivo, para 92,4 pontos (90,3 pontos em julho).

Nesse cenário, foram criados 639 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em agosto (709 mil no finalizado em maio), com a taxa de desemprego se posicionando em 6,1% (6,3% em maio).

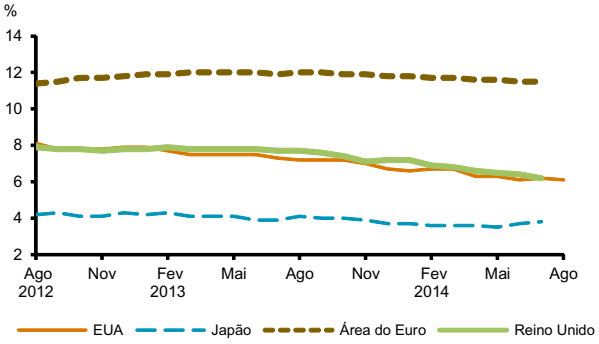
As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real atingiram 1,3% e

Gráfico 4.1 – PMI manufatura
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego
Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

3,3%, respectivamente, no trimestre encerrado em julho, determinando aumento de 0,5 p.p., para 5,5%, na taxa de poupança da renda disponível das famílias.

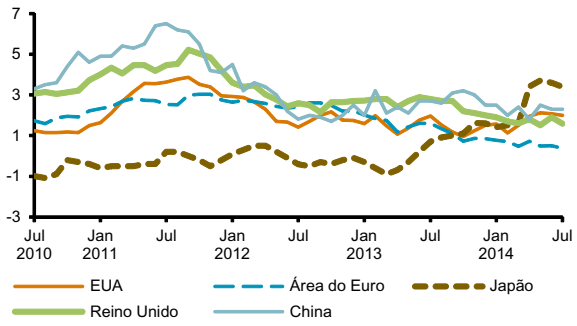
Na Área do Euro, a taxa de variação anualizada do PIB atingiu 0,1% no segundo trimestre de 2014 (0,9% no anterior), com destaque para variações negativas na França (0,1%), Alemanha (0,6%) e na Itália (0,7%). A produção industrial mensal cresceu 1,0% em julho, em relação ao mês anterior (-0,3% em junho); o PMI do setor manufatureiro atingiu 50,7 pontos em agosto, menor valor desde julho de 2013; e o índice de confiança dos consumidores totalizou -10,0 pontos em agosto (-7,1 pontos em maio), terceiro recuo trimestral consecutivo. A taxa de desemprego recuou ligeiramente, para 11,5% em julho (11,6% em abril).

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 3,4% no segundo trimestre (3,3% no anterior), destacando-se, no âmbito da oferta, a expansão de 3,8% do setor de serviços. Nesse contexto, a taxa de desemprego recuou para 6,2% no trimestre encerrado em julho (6,6% no terminado em abril). Em agosto, o PMI composto cresceu 0,7 ponto, para 59,3 pontos, melhor resultado no ano.

No Japão, o PIB recuou, em termos anualizados, 7,1% no segundo trimestre deste ano (aumento de 6,0% no primeiro). Essa reversão refletiu, em grande parte, a antecipação de gastos no primeiro trimestre, haja vista o anúncio de elevação do Imposto sobre Valor Agregado (IVA) com efeito a partir de abril. Nesse sentido, o consumo das famílias e a FBCF recuaram 19,0% e 18,8%, respectivamente, no segundo trimestre do ano (aumentos, na ordem, de 8,4% e 34,8% no trimestre anterior). O setor externo contribuiu com 4,3 p.p. para a variação anualizada do PIB no segundo trimestre, com retrações de 2,0% das exportações e de 20,6% das importações, as últimas igualmente impactadas pelo aumento do IVA. Adicionalmente, em julho, a taxa de desemprego atingiu 3,8% (3,6% em abril). Por sua vez, produção industrial e vendas no varejo variaram -0,9% e 0,6%, respectivamente, em relação a igual mês de 2013. O PMI composto atingiu 50,8 pontos em agosto (50,2 pontos em julho), quarto aumento mensal consecutivo.

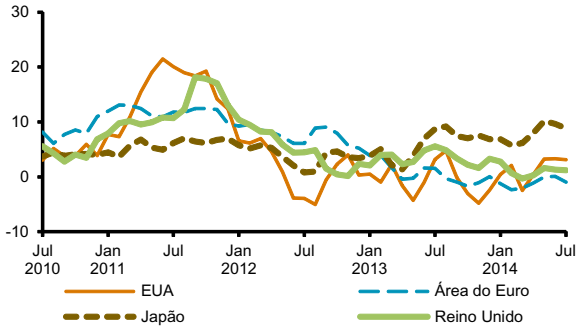
Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 8,2% no segundo trimestre de 2014 (6,1% no primeiro). Considerados intervalos de doze meses, o PIB cresceu 7,5% e 7,4%, respectivamente, nos períodos mencionados. Em agosto, as taxas de crescimento mensais dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial atingiram 1,23%, 0,92% e 0,2%, respectivamente (1,38%,

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor
Variação anual
%



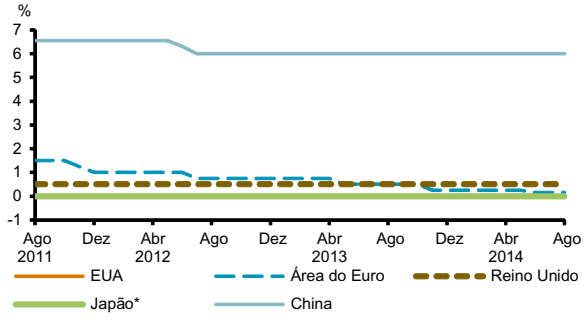
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia
Variação anual
%



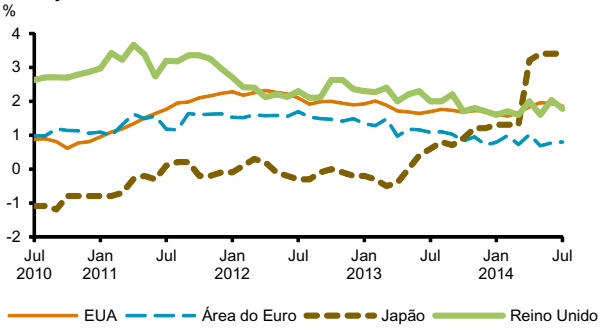
Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais
Taxas anuais
%



Fontes: Fed, BCE, BoJ, Banco da Inglaterra e Banco do Povo da China
Desde abril de 2013, o BoJ adota meta de agregado monetário.

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor
Variação anual
%



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

0,87% e 0,62%, na ordem, em junho); o *superavit* da balança comercial somou US$49,8 bilhões (US$47,3 bilhões em julho); e o PMI composto atingiu 52,8 pontos (51,6 pontos em julho), maior patamar desde março de 2013, quando marcou 53,5 pontos.

4.2 Política monetária e inflação

A inflação anual ao consumidor nos EUA (medida pela variação do CPI) atingiu 2,0% em julho, mesmo patamar de abril, com destaque para os aumentos nos preços de energia (2,6%) e alimentos (2,5%). A variação do núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, atingiu 1,9% no período (1,8% em abril).

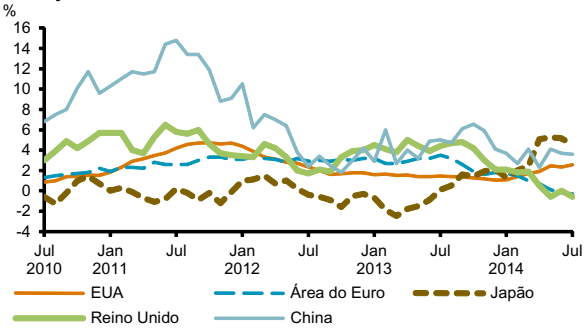
O Comitê de Mercado Aberto do *Federal Reserve* (FOMC) manteve, nas reuniões de junho e julho, a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25% a.a. Segundo o *forward guidance* de março de 2014, esse intervalo, em vigor desde dezembro de 2008, deverá ser mantido por tempo considerável, inclusive após o término do programa de compra de ativos (*Quantitative Easing* – QE). O FOMC ressalta, no entanto, o caráter condicional do *forward guidance*, entre outros, à projeção para a inflação se posicionar abaixo da meta de longo prazo (2,0%). Dando continuidade ao *tapering* iniciado em janeiro de 2014, a magnitude do QE seguiu sendo reduzida em US$10 bilhões a cada reunião do FOMC. Em agosto as compras totalizaram US$25 bilhões, sendo US$10 bilhões em títulos de agências lastreados por hipotecas (*agency mortgage-backed securities*) e US$15 bilhões em *Treasuries* de longo prazo.

Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) situou-se em 0,4% em julho, menor nível desde outubro de 2009, em grande parte reflexo do recuo de 1% nos preços da energia. Por seu turno, o núcleo do IPCH – que exclui energia e alimentos bebidas alcoólicas e fumo – variou 0,8% no mês em termos anualizados (1% em abril).

O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) reduziu, na reunião de setembro, as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*), de depósito (*deposit facility*) e de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) para novas mínimas históricas de 0,05% a.a., -0,20% a.a. e 0,30% a.a., respectivamente. O BCE decidiu, ainda, que iniciará, em outubro, programa de compras de ativos securitizados do

setor privado não-financeiro (*asset-backed securities* – ABS) e novo programa de compras de bônus cobertos (*Covered Bonds Purchase Programme* – CBPP3), nesse caso, emitidos por instituições monetárias e financeiras (MFI) domiciliadas na Área do Euro. As novas medidas visam estimular o fluxo de crédito e ancorar as expectativas de inflação de médio e longo prazo, em linha com a meta de manter a inflação próxima, mas inferior, a 2% a.a.

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos[1/]
Variação anual
%



Fonte: Thomson
1/ Para a Área do Euro, inclui bebidas alcoólicas e tabaco.

No Reino Unido, a inflação anual ao consumidor, medida pelo IPC, atingiu 1,6% em julho (1,8% em abril), destacando-se a menor variação dos preços da energia e o recuo de 0,6% nos preços dos alimentos. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,8% no mês (2% em abril).

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, na reunião de setembro, a taxa de juros que remunera as reservas dos bancos comerciais (*Bank rate*) em 0,5% a.a. (nível em que se encontra desde março de 2009), e o total do programa de compra de ativos (QE) em £375 bilhões. De acordo com o *forward guidance* de fevereiro de 2014, a trajetória prevista de elevação gradual da Bank *rate* está condicionada à eliminação do hiato do produto no horizonte de dois a três anos, desde que a taxa de inflação se mantenha próxima à meta. De acordo com a comunicação do BoE, prevalece o entendimento de que, ao final do processo de normalização, a taxa oficial de juros tenda a situar-se abaixo de 5,0% a.a., nível médio predominante antes da crise financeira de 2008. Além disso, o QE deve ser mantido no volume atual (£375 bilhões) pelo menos até a primeira elevação da Bank *rate*.

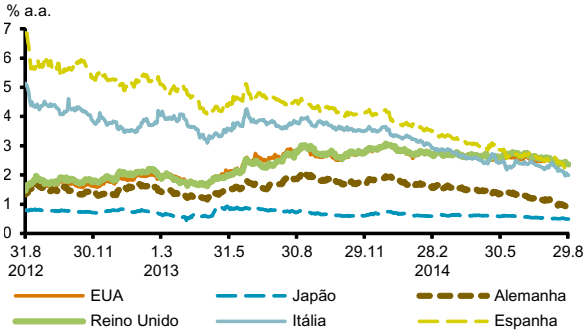
No Japão, a inflação anual ao consumidor atingiu 3,4% em julho (3,4% em abril e 1,6% em março), mesma variação do núcleo do IPC, que exclui alimentos *in natura.* Ressalte-se que o aumento no IVA, de 5,0% para 8,0%, em primeiro de abril, foi o grande determinante da mudança de patamar da inflação.

No âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, o Banco do Japão (BoJ) reafirmou, na reunião de setembro, a intenção de ampliação da base monetária entre ¥60 e ¥70 trilhões ao ano, e manteve as diretrizes para a compra de ativos.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 2,3% em julho (1,8% em abril), com os preços dos alimentos elevando-se 3,6%. O Banco do Povo da China (BPC) manteve a taxa básica de juros em 6,0% a.a. (nível vigente desde julho de

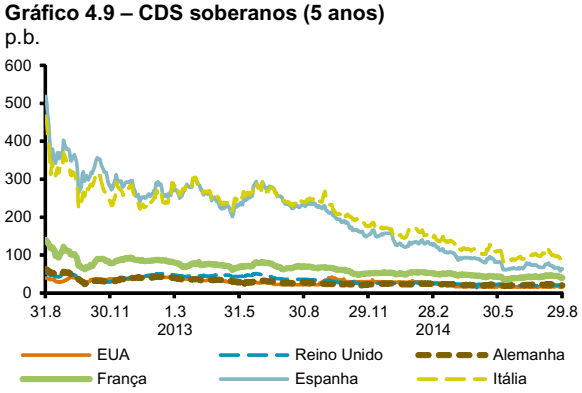
2012) e as taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 18% e 20%, respectivamente (alíquotas em vigor desde maio de 2012).

Gráfico 4.8 – Retorno sobre títulos governamentais – 10 anos



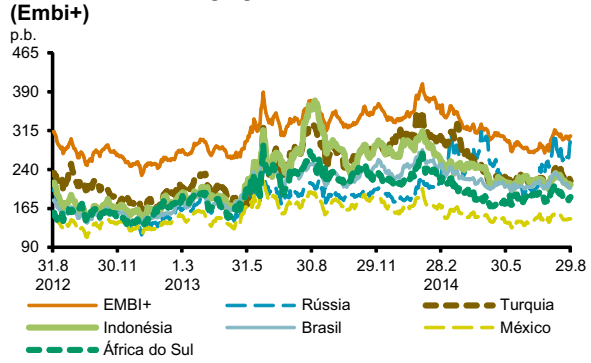
onte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – CDS soberanos (5 anos)



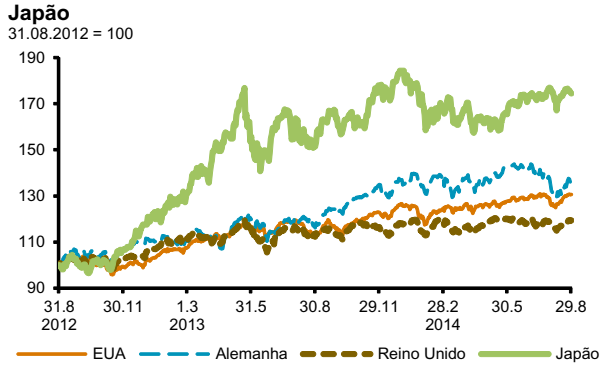
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.10 – *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+)



Fonte: Thomson Reuters

Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

4.3 Mercados financeiros internacionais

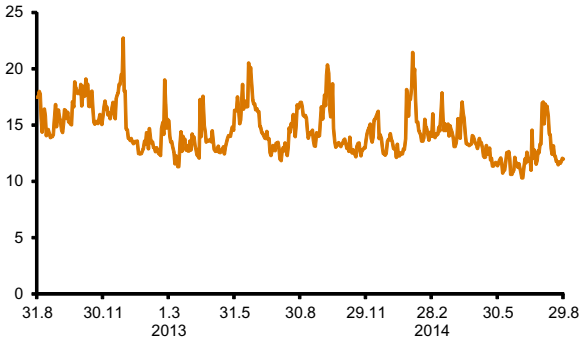
Os retornos anuais dos títulos soberanos de dez anos da Alemanha, Reino Unido, EUA e Japão recuaram 0,47 p.p., 0,20 p.p., 0,13 p.p., e 0,08 p.p., respectivamente, no trimestre encerrado em agosto, situando-se, na ordem, em 0,89%, 2,37%, 2,34%, e 0,50%, ao final do período. De forma semelhante, em ambiente de recuo da percepção de risco em relação às economias periféricas da Área do Euro, os retornos de ativos equivalentes de Itália (1,99%) e Espanha (2,23%) declinaram 0,44 p.p. e 0,63 p.p., respectivamente, no mesmo período.

Nesse contexto, os prêmios de riscos soberanos – medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDS) – de Itália e Espanha recuaram, na ordem, 13,3 p.b. e 18,3 p.b. no trimestre, para 96,9 p.b. e 63,7 p.b., respectivamente, ao final de agosto (240,5 p.b. e 233,3 p.b, em igual mês de 2013). No mesmo período, os CDS de França, Reino Unido, Alemanha e EUA reduziram-se 3,3 p.b., 2,6 p.b., 1,2 p.b. e 0,9 p.b., respectivamente, para 40,4 p.b., 19,7 p.b., 20,5 p.b. e 15,8 p.b., ao final de agosto.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) situou-se em 305 p.b. ao término de agosto (elevação trimestral de 8 p.b.). Destacaram-se os aumentos nos indicadores da Rússia (79 p.b.), África do Sul (10 p.b.) e México (7 p.b), que atingiram, ao final do período, 299 p.b., 187 p.b. e 145 p.b., respectivamente. Em sentido inverso, os EMBI da Turquia e Indonésia recuaram 5 p.b. e o do Brasil, 3 p.b., na ordem, para 218 p.b., 211 p.b. e 205 p.b.

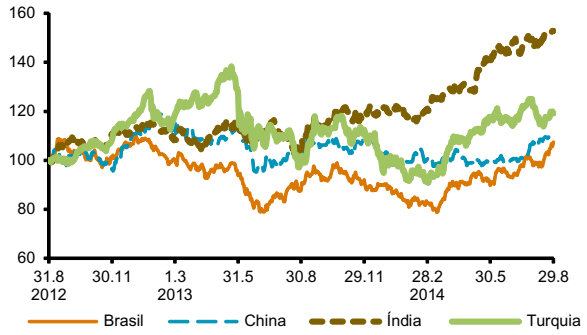
Os indicadores dos principais mercados acionários de economias maduras apresentaram trajetórias distintas no trimestre encerrado em agosto, com valorizações nos índices *Dow Jones*, dos EUA (2,3%) e *Nikkey* 225, do Japão (5,4%); e perdas nos indicadores das bolsas da Europa, em cenário menos favorável ao crescimento da região. Nesse sentido, ocorreram recuos no *FTSE Milano Italia Borsa Index* (FTSE MIB), da Itália (5,5%); no *Deutscher Aktienindex* (DAX), da Alemanha (4,8%); no *Cotation Assistée em Continue* (CAC 40), da França (3,1%); no *Índice Bursatil Español* (IBEX

Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade
pontos



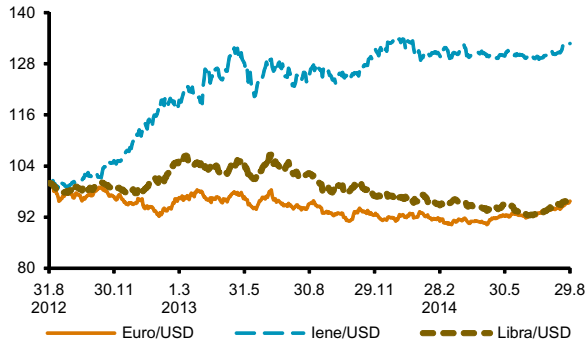
Fonte: Blomberg

Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes
1.6.20112 = 100



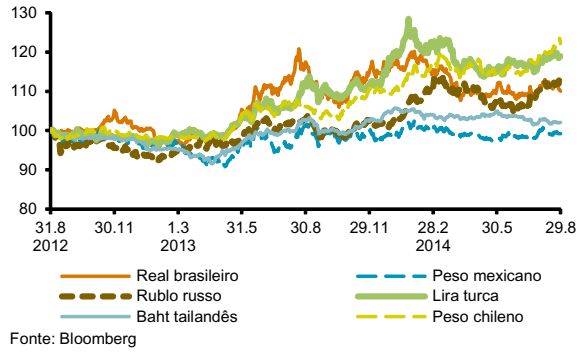
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.14 – Cotações do dólar
31.8.2012 = 100



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.15 – Moedas de economias emergentes *versus* dólar dos EUA (USD)
31.8.2012 = 100



Fonte: Bloomberg

35), da Espanha (0,6%); e no *Financial Times Securities Exchange Index* (FTSE 100), do Reino Unido (0,4%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), que mede a volatilidade implícita de curto prazo do índice *Standard & Poor's* 500 (S&P 500) dos EUA, variou 5,1% no trimestre encerrado em agosto, para 12,0 pontos.

Os mercados acionários de importantes economias emergentes, em ambiente de menor aversão global ao risco e busca por ativos financeiros mais rentáveis, registraram ganhos no trimestre encerrado em agosto. Destacaram-se as valorizações dos índices Ibovespa, do Brasil (19,6%); IPC, do México (10,3%); Sensex, da Índia (10,0%) e *Shangai Composite*, da China (8,7%). Por outro lado, o *Russian Trading System Index* (RTSI), da Rússia, refletindo tensões geopolíticas que envolvem aquele país, desvalorizou-se 8,1% no trimestre.

O dólar dos EUA apreciou frente ao euro (3,8%), ao iene (2,3%) e à libra (1,0%), no trimestre encerrado em agosto. No âmbito das economias emergentes, o dólar valorizou frente às moedas do Chile (6,8%), Rússia (6,4%), Turquia (3,2%) e México (1,8%), e depreciou em relação às moedas da Tailândia (2,7%), da Malásia (1,9%), da China (1,7%) e do Brasil (0,2%).

4.4 *Commodities*

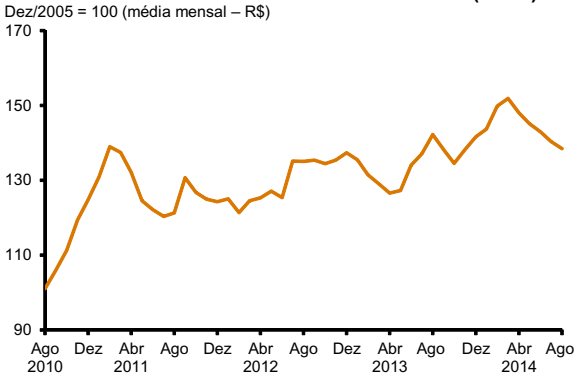
O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, recuou 4,63% em agosto, em relação a maio, com variações respectivas de -7,27%, -3,73% e 7,19% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, energéticas e metálicas. Medido em dólares, o IC-Br diminuiu 6,58% no período[10]. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br recuou 5,3% em relação ao trimestre encerrado em maio.

A média do índice S&P e *Goldman Sachs Spot* recuou 6,57% em agosto, em relação a maio, resultado das variações respectivas de 6,28%, -5,49%, e -20,77% nos segmentos de *commodities* metálicas, energéticas e agropecuárias.

O recuo trimestral dos preços das *commodities* agrícolas refletiu, em parte, as expectativas favoráveis para a safra 2014/2015. Nesse sentido, estimativas divulgadas em

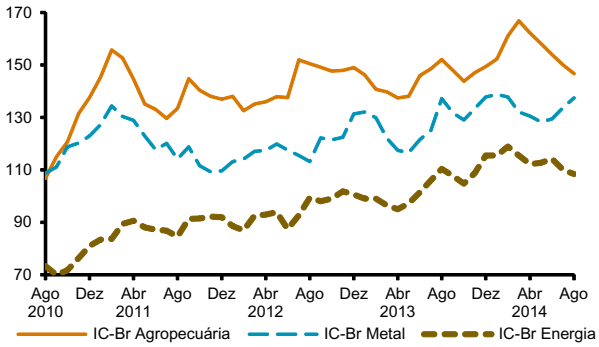
10/ O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a desvalorização de 6,58% mencionada refere-se às medias das taxas de câmbio de agosto e de maio.

Gráfico 4.16 – Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br)
Dez/2005 = 100 (média mensal – R$)



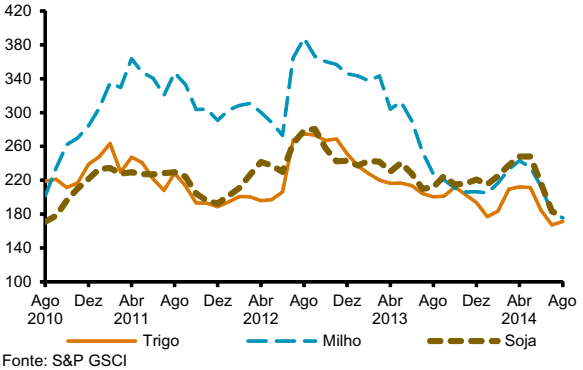
Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos
Dez/2005 = 100 (média mensal – R$)



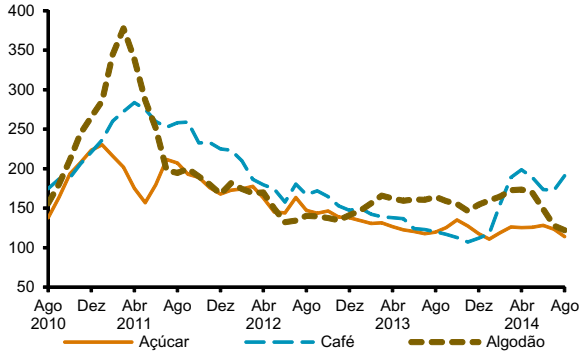
Fonte: BCB

Gráfico 4.18 – *Commodities*: trigo, milho e soja
Dez/2005 = 100 (média mensal – US$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – *Commodities*: açúcar, café e algodão
Dez/2005 = 100 (média mensal – US$)



Fonte: S&P GSCI

agosto pelo Departamento de Agricultura Norte-Americano (USDA), para os estoques mundiais (ao final da safra 2014/2015) de algodão, soja, milho e trigo, aumentaram 8,1%, 4,1%, 3,4% e 3,0%, respectivamente, em relação às estimativas divulgadas em maio. Consequentemente, as cotações médias desses produtos recuaram 27,9%, 29,0%, 25,4% e 19,0%, respectivamente, no período. No mesmo intervalo, a cotação média do açúcar diminuiu 9,2%, refletindo melhora nas projeções para as safras na Índia e na Tailândia, e a do café aumentou 1,1% (expansão de 21,8% no trimestre encerrado em maio), repercutindo perdas na safra brasileira.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do alumínio, zinco, chumbo e cobre cresceram 14,4%, 13,0%, 6,0% e 2,1%, no trimestre. Essa evolução refletiu, de um lado, melhora nas perspectivas de demanda vinda das economias da China e dos EUA, e, de outro, restrições à oferta de alumínio e zinco. Especificamente sobre o níquel, a cotação média recuou 3,7%, repercutindo o aumento da produção do metal na China.

A cotação média do minério de ferro de teor 65%, no mercado à vista chinês, recuou 6,3%, para US$101,23, no trimestre encerrado em agosto, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. Essa evolução refletiu o aumento da oferta do produto, especialmente pela Austrália e pelo Brasil.

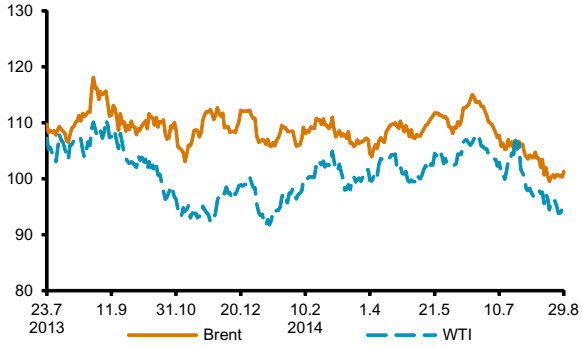
As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e WTI atingiram US$101,92 (menor valor desde junho de 2012) e US$96,38, respectivamente, em agosto, recuando, na ordem, 7,1% e 5,4% em relação a maio. Essa evolução refletiu, em parte, o aumento da oferta do produto, especialmente pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) e pelos EUA, e a redução nas estimativas para a demanda global.

4.5 Conclusão

As principais economias registraram ritmo de expansão heterogêneo no segundo trimestre do ano, com taxas robustas de crescimento da atividade nos EUA e na China, retração do PIB no Japão, e moderação na Área do Euro. Os indicadores de preços apontam inflação reduzida e favorecem a manutenção de políticas monetárias acomodatícias. Cabe destacar, também, que a percepção de risco nos mercados financeiros internacionais se manteve relativamente baixa, a

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista

US$ por barril



Fonte: Bloomberg

despeito de aumentos pontuais decorrentes do agravamento das tensões geopolíticas no Oriente Médio e no leste europeu.

Fundamentos Físicos dos Preços de Soja, Milho e Trigo *vis-à-vis* Preços Atuais

Os preços internacionais de soja, milho e trigo recuaram 20,3%, 15% e 11,6%, respectivamente, nos oito primeiros meses de 2014, de acordo com o índice de preço *Standard & Poor's* e *Goldman Sachs Commodity Index* (S&P GSCI[1]). Esses movimentos se deveram, em parte, a condições climáticas favoráveis em importantes regiões produtoras, especialmente nos Estados Unidos da América (EUA), não obstante tensões geopolíticas em outra (na região do Mar Negro). Nesse cenário, o objetivo desse boxe é avaliar os impactos potenciais dos fundamentos sobre a trajetória futura dos preços.

De acordo com o Departamento de Agricultura Norte-Americano (USDA), as safras 2014/2015[2] das citadas *commodities* tendem a ser melhores, sob diversas métricas, do que a média dos últimos dez anos[3]. Nesse sentido, a Tabela 1 mostra a evolução das estimativas para estoques de passagem[4] e para a relação estoque/consumo durante o período analisado.

Por sua vez, os Gráficos 1 a 3 relacionam os preços de soja, milho e trigo com as respectivas razões estoques de passagem/consumo, a partir de valores históricos (não atualizados). Cabe notar a existência de correlação[5] negativa entre as variáveis estoque/consumo global e preço da soja (-0,35), milho (-0,77) e trigo (-0,35)[6]. Além disso, as correlações para soja e trigo foram maiores em termos absolutos (-0,60 e -0,71, na ordem) quando calculadas a partir das relações estoque/consumo nos EUA e na União Europeia, maiores produtores dessas *commodities*, respectivamente. No caso do milho, a correlação manteve-se em patamar semelhante quando calculada para os dados de estoque/consumo do maior produtor global (EUA).

Tabela 1 – Estoques Globais

Discriminação	Estoques de passagem[1/]			Relação estoque/consumo[2/]		
	Trigo	Milho	Soja	Trigo	Milho	Soja
2004/2005	156,3	131,3	48,7	25,8%	19,1%	23,9%
2005/2006	154,1	124,5	53,9	25,0%	17,6%	24,9%
2006/2007	134,1	110,7	63,0	21,7%	15,2%	28,0%
2007/2008	129,0	131,7	52,5	21,0%	17,0%	22,9%
2008/2009	169,0	147,5	43,1	26,5%	18,8%	19,5%
2009/2010	201,7	146,6	60,9	31,0%	17,9%	25,6%
2010/2011	198,0	130,1	70,3	30,3%	15,2%	27,9%
2011/2012	196,9	134,6	53,5	28,6%	15,5%	20,8%
2012/2013	175,6	138,1	56,8	25,6%	15,9%	21,9%
2013/2014	186,4	173,1	66,9	26,9%	18,3%	24,9%
2014/2015[3/]	193,0	189,9	90,2	27,4%	19,6%	31,8%
Média[4/]	170,1	136,8	57,0	26,2%	17,1%	24,0%

Fonte: USDA

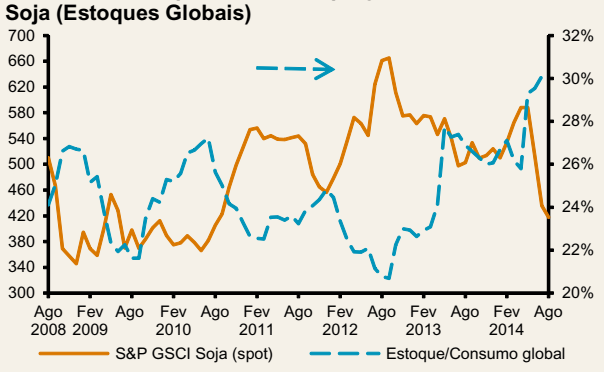
1/ Valores em milhões de toneladas.

2/ Elaboração própria, a partir de dados divulgados pelo USDA.

3/ Quarta estimativa (agosto) do estoque de passagem da safra 2014/2015.

4/ Média dos últimos dez anos (safra 2004/2005 até 2013/2014).

Gráfico 1 – Estoque/consumo e preço médio mensal
Soja (Estoques Globais)



Fontes: S&P GSCI e USDA

1/ Índices *spot*, variações calculadas pela média mensal.

2/ A colheita da safra 2014/2015 no hemisfério norte será iniciada no segundo semestre de 2014.

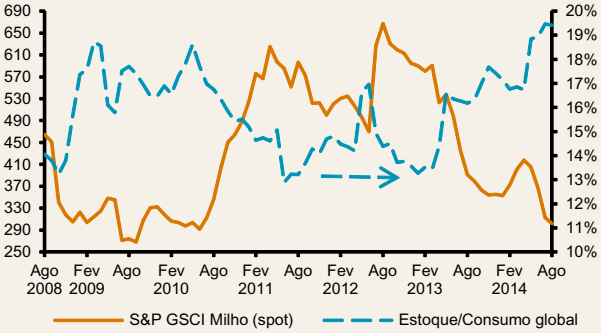
3/ Média calculada desde a safra 2004/2005 até a safra 2013/2014.

4/ Os estoques de passagem referem-se aos estoques finais de cada safra.

5/ Calculadas a partir de dados desde junho de 2008 até agosto de 2014. Os preços utilizados são médias mensais dos respectivos índices S&P GSCI.

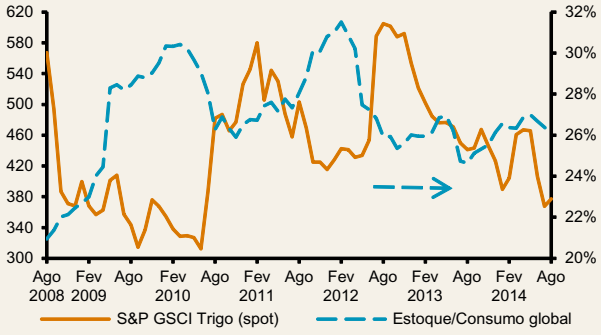
6/ De acordo com a teoria econômica, a curva de preço de um bem deverá reagir à expectativa de oferta (ponderada pela demanda), de tal forma essas duas variáveis possuam correlação negativa. As correlações negativas evidenciam, portanto, a influência dos fundamentos da oferta dessas *commodities* na formação dos respectivos preços.

Gráfico 2 – Estoque/consumo e preço médio mensal
Milho (Estoques Globais)



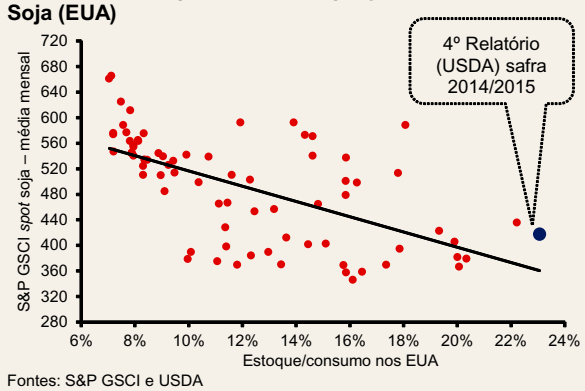
Fontes: S&P GSCI e USDA

Gráfico 3 – Estoque/consumo e preço médio mensal
Trigo (Estoques Globais)



Fontes: S&P GSCI e USDA

Gráfico 4 – Estoque/consumo e preço médio mensal
Soja (EUA)

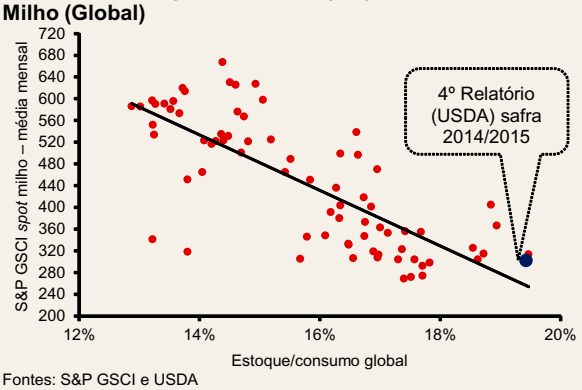


Fontes: S&P GSCI e USDA

Os Gráficos 4 a 6 mostram o ajuste linear dos pares ordenados (preços médios mensais, razões entre estoques/consumo estimado em cada mês para o final da respectiva safra), de junho de 2008 a agosto de 2014[7]. A inclinação negativa das retas é consistente com uma relação inversa entre as variáveis. Note-se que, para soja e milho, os pontos relativos a agosto de 2014[8] encontram-se acima dos respectivos ajustes lineares. Por essa métrica, infere-se que estariam em patamar superior ao justificado pelos fundamentos. Em relação ao trigo, a análise aponta o contrário.

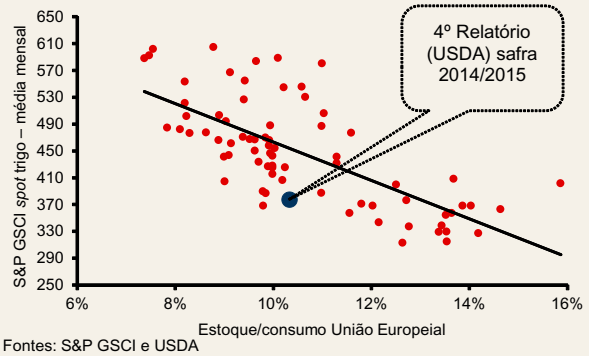
Em linhas gerais, esse boxe faz uma análise exploratória das perspectivas de curto prazo para as cotações de soja, milho e trigo nos mercados internacionais. Nesse sentido, um cenário plausível contempla possibilidade de recuo nos preços da soja e do milho, e aumento no do trigo.

Gráfico 5 – Estoque/consumo e preço médio mensal
Milho (Global)



Fontes: S&P GSCI e USDA

Gráfico 6 – Estoque/consumo e preço médio mensal
Trigo (União Europeia)



Fontes: S&P GSCI e USDA

7/ Os gráficos de dispersão para a soja, milho e trigo foram construídos, nessa ordem, a partir das relações estoques/consumo global, dos EUA e da União Europeia, divulgado pelo USDA.

8/ Pontos obtidos a partir das relações estoque/consumo (4º Relatório da safra 2014/2015 – USDA – divulgado em agosto/2014) e respectivos preços médios.

Setor externo

5

O *deficit* em transações correntes totalizou US$54,8 bilhões nos oito primeiros meses do ano. A redução de 4,9% em relação a igual período de 2013 refletiu, em especial, melhor desempenho da balança comercial e redução das remessas de lucros. Na mesma base de comparação, os ingressos de investimentos estrangeiros sob a forma de investimentos diretos, ações, títulos e empréstimos no exterior, e títulos no país, somaram US$83,9 bilhões (US$65,7 bilhões em igual período de 2013).

5.1 Movimento de câmbio

O *deficit* do mercado de câmbio contratado somou US$700 milhões nos oito primeiros meses de 2014 (*superavit* de US$2,2 bilhões em igual período de 2013). Note-se que no segmento comercial houve *superavit* de US$2,5 bilhões, com variações respectivas de -5,6% e 2,5% nas contratações de exportações e de importações; e no segmento financeiro, *deficit* de US$3,2 bilhões, com aumentos de 15,3% nas compras e de 11,6% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio nos oito primeiros meses de 2014 resultou em liquidação de US$16,8 bilhões em operações de linha com recompra, cujo estoque passou de US$17 bilhões, em dezembro de 2013, para US$200 milhões, em agosto. A posição vendida dos bancos em moeda estrangeira no mercado à vista, que reflete operações com clientes e com o Banco Central, passou de US$18,1 bilhões, ao final de 2013, para US$18,8 bilhões, em agosto de 2014.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

US$ bilhões

Discriminação	2013			2014	
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago
Comercial	-1,9	14,9	11,1	-2,0	2,5
Exportação	17,8	159,5	232,9	15,7	150,7
Importação	19,7	144,6	221,8	17,8	148,2
Financeiro[1/]	-4,0	-12,7	-23,4	-1,0	-3,2
Compras	36,6	289,3	451,7	44,6	333,7
Vendas	40,6	302,0	475,1	45,6	336,8
Saldo	-5,9	2,2	-12,3	-3,1	-0,7

1/ Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-agosto

US$ milhões

Discriminação	2013	2014	Var. %
Exportação	156 655	154 018	-1,7
Importação	160 406	153 769	-4,1
Saldo	-3 751	249	106,6
Corrente de comércio	317 061	307 788	-2,9

Fonte: MDIC/Secex

5.2 Comércio de bens

O *superavit* da balança comercial somou US$249 milhões nos oito primeiros meses de 2014 (*deficit* de US$3,8 bilhões ocorrido em igual período de 2013), com recuos de 1,7%

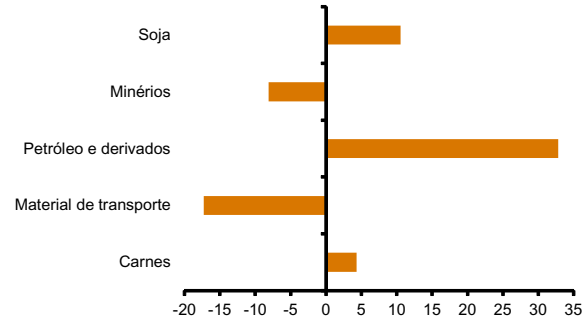
Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB
Média diária – Janeiro-agosto

US$ milhões

Discriminação	2013	2014	Var. %
Total	932,5	927,8	-0,5
Básicos	446,3	467,4	4,7
Industrializados	464,5	435,1	-6,3
Semimanufaturados	117,8	112,6	-4,4
Manufaturados	346,7	322,5	-7,0
Operações especiais	21,7	25,2	16,3

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtos
Janeiro-agosto – 2014/2013[1/] – %



Fonte: MDIC/Secex
1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

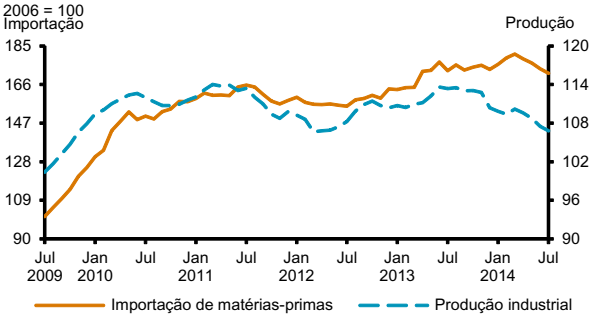
Tabela 5.4 – Importação por categoria de uso final – FOB
Média diária – Janeiro-agosto

US$ milhões

Discriminação	2013	2014	Var. %
Total	954,8	926,3	-3,0
Bens de capital	204,8	192,2	-6,1
Matérias-primas	421,4	417,3	-1,0
Bens de consumo	160,8	156,7	-2,5
Duráveis	85,8	83,1	-3,1
Automóveis de passageiros	35,2	31,3	-10,9
Não duráveis	75,0	73,6	-1,8
Combustíveis e lubrificantes	167,8	160,1	-4,6
Petróleo	66,8	61,0	-8,7
Demais	101,1	99,2	-1,9

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.2 – Importação de matérias-primas x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

nas exportações, para US$154 bilhões, e de 4,1% nas importações, para US$153,8 bilhões.

As exportações médias diárias recuaram 0,5% nos oito primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2013. A evolução refletiu aumento de 4,7% nas vendas de produtos básicos (com destaque para o crescimento de 56% nos embarques de petróleo em bruto) e reduções respectivas de 7,0% e 4,4% nas de manufaturados e de semimanufaturados, que representaram, na ordem, 50,4%, 34,8% e 12,1% das exportações totais do período.

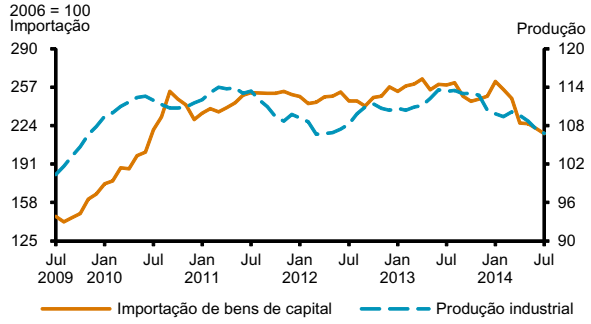
A média diária das importações diminuiu 3,0%, na mesma base de comparação, com recuos nas compras em todas as categorias de uso: bens de capital, 6,1% (maquinaria industrial, 16,3%); combustíveis e lubrificantes, 4,6% (petróleo em bruto, 8,7%); bens de consumo duráveis, 3,1% (automóveis de passageiros, 10,9%); matérias-primas e produtos intermediários, 1,0% (acessórios de equipamento de transporte, 9,5%); e bens de consumo não duráveis, 1,8% (produtos farmacêuticos, 6,3%). No total dos oito primeiros meses de 2014, as participações das importações de bens das categorias de uso mencionadas atingiram, na ordem 20,7%, 17,3%, 9,0%, 45,0% e 7,9%.

A média diária da corrente de comércio do país decresceu 1,8% nos oito primeiros meses de 2014, em relação a igual intervalo do ano anterior, com destaque para recuo no comércio com a Argentina (21,1%), impactado pela menor comercialização de produtos manufaturados, em especial automóveis; com os países africanos (5,7%); e com os países da União Europeia (4,0%). Em oposição, ressaltem-se as expansões no comércio com os países da Europa Oriental (8,7%) e com os EUA (4,4%).

As exportações destinadas à Ásia representaram 34,4% do total nos oito primeiros meses de 2014 (33,3% em igual período de 2013), com aumentos respectivos de 0,9% e 5,9% nas vendas à China e aos demais países asiáticos. Os embarques para os EUA cresceram 11,3%, impulsionados pela retomada da economia norte-americana e pela evolução favorável da produção brasileira de petróleo. Por outro lado, as exportações destinadas à Argentina recuaram 23,6%, resultando em redução de 1,9 p.p., para 6,4%, na participação desse destino no total exportado.

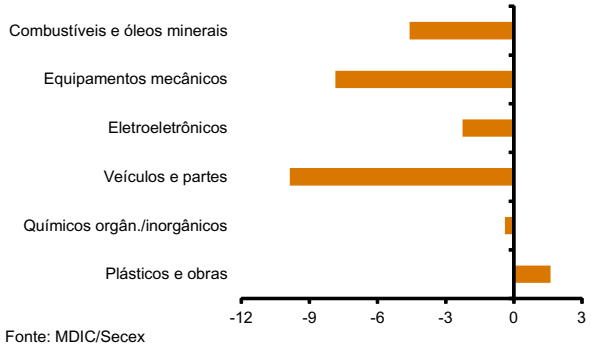
A média diária das importações provenientes da China e dos países da Europa Oriental cresceram 2,4% e 9,3%, respectivamente, nos oito primeiros meses de 2014. No caso da China (principal mercado de origem) a participação

Gráfico 5.3 – Importação de bens de capital x produção industrial – Média móvel de 3 meses
Índices dessazonalizados



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importações por principais produtos
Janeiro-agosto – 2014/2013[1/] – %



Fonte: MDIC/Secex
1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB
Média diária – Janeiro-agosto

US$ milhões

Discriminação	Exportação			Importação			Saldo	
	2013	2014	Var. %	2013	2014	Var. %	2013	2014
Total	932	928	-0,5	955	926	-3,0	-22	2
A.Latina e Caribe	197	184	-6,7	164	152	-7,2	34	32
Mercosul-5[1/]	113	101	-10,5	84	73	-12,7	29	28
Argentina	77	59	-23,6	69	56	-18,3	9	2,9
Demais	36	42	17,7	15	17	12,5	21	25
Demais	84	83	-1,6	80	79	-1,4	4	4
EUA[2/]	96	107	11,3	143	142	-0,2	-46	-35
UE	180	174	-3,4	203	194	-4,5	-23	-20
Europa Oriental	17	18	8,2	14	16	9,3	2,2	2
Oriente Médio	40	40	-1,4	31	31	-1,3	9	9
Ásia	310	319	2,9	289	286	-1,2	21	33
China	189	191	0,9	145	148	2,4	44	43
Outros	121	128	5,9	144	138	-4,8	-24	-10
África	43	36	-14,5	68	68	-0,2	-26	-32
Demais	49	49	0,4	42	37	-10,9	8	12

Fonte: MDIC/Secex
1/ Inclui Venezuela.
2/ Inclui Porto Rico.

aumentou 0,8 p.p., para 16,0%, no período. Em sentido inverso, as participações das importações originárias da União Europeia (20,9%) e da Argentina (6,1%) recuaram 0,3 p.p. e 1,1 p.p. respectivamente, na mesma base de comparação.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 1,7% das exportações nos oito primeiros meses do ano, em relação a igual período de 2013, refletiu variações de -3,8% nos preços (produtos básicos, -5,9%; semimanufaturados, -4,8%) e de 2,3% no volume exportado (produtos básicos, 10,1%; manufaturados, -7,8%). Ressalte-se ainda que o recuo no *quantum* de manufaturados refletiu a base de comparação elevada por exportações de plataformas de petróleo, em 2013, e a redução nas vendas para a Argentina.

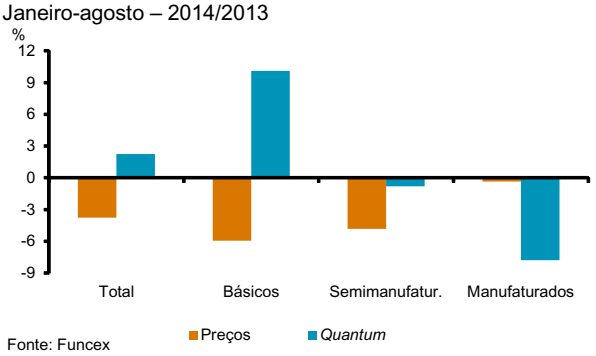
A retração de 4,1% nas importações, na mesma base de comparação, decorreu de recuos de 2,7% no volume e de 1,4% nos preços. A trajetória do *quantum* importado foi determinada, em especial, pelas reduções nas categorias de bens de capital (11,8%), bens de consumo duráveis (11,5%) e combustíveis e lubrificantes (5,0%). No que se refere a preços, a evolução refletiu, em grande parte, a redução de 3,6% nos das matérias-primas e produtos intermediários, e as elevações nos de bens de consumo duráveis (2,3%) e de bens de capital (1,7%).

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes somou US$54,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2014 (US$57,6 bilhões em igual período do ano anterior). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* totalizou US$78,4 bilhões em agosto (3,5 % do PIB).

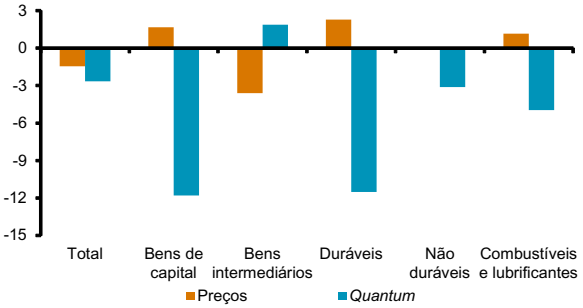
As despesas líquidas de serviços atingiram US$30,9 bilhões (aumento de 2,7% em relação a igual intervalo de 2013), destacando-se a expansão de 19,5% nos gastos com aluguel de equipamentos e o recuo de 10,1% nas despesas com transporte. Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram US$17,3bilhões e US$4,9 bilhões, respectivamente (elevações de 3,9% e 8,8% em relação a igual intervalo de 2013). Cabe notar a contribuição – estimada em US$900 milhões – da Copa do Mundo para a elevação das receitas de viagens e transportes.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de *quantum*
Janeiro-agosto – 2014/2013



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de *quantum*
Janeiro-agosto – 2014/2013



Fonte: Funcex

Tabela 5.6 – Transações correntes

US$ bilhões

Discriminação	2013			2014		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Transações correntes	-5,5	-57,6	-81,2	-5,5	-54,8	-80,0
Balança comercial	1,2	-3,8	2,4	1,2	0,2	3,0
Exportações	21,4	156,7	242,0	20,5	154,0	240,0
Importações	20,2	160,4	239,6	19,3	153,8	237,0
Serviços	-4,2	-30,1	-47,2	-3,8	-30,9	-46,5
Transportes	-0,9	-6,7	-9,8	-0,8	-6,0	-9,2
Viagens internacionais	-1,7	-12,1	-18,4	-1,9	-12,3	-18,5
Computação e inform.	-0,4	-3,0	-4,5	-0,4	-3,1	-4,6
Aluguel equipamentos	-1,5	-11,7	-19,1	-1,3	-13,9	-21,0
Demais	0,3	3,3	4,5	0,7	4,4	6,8
Rendas	-2,7	-25,8	-39,8	-3,0	-25,1	-39,0
Juros	-0,8	-8,9	-14,2	-0,6	-8,9	-14,5
Lucros e dividendos	-2,0	-17,3	-26,0	-2,3	-16,4	-25,0
Salários e ordenados	0,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,5
Transferências correntes	0,2	2,1	3,4	0,1	1,0	2,5

1/ Projeção.

As remessas líquidas com juros atingiram US$8,9 bilhões nos oito primeiros meses do ano, elevando-se 0,9% em relação a igual período de 2013. Os pagamentos de juros ao exterior recuaram 2,7%, para US$11,8 bilhões, e as receitas de juros, 12,1%, para US$2,9 bilhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 13,9%, evolução consistente com a redução das taxas de juros internacionais.

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US$16,4 bilhões (recuo de 5,2% no período). As empresas do setor industrial e do setor de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 53,1% e 43% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos bebidas; eletricidade, gás e outras utilidades; serviços financeiros; metalurgia; e veículos automotores.

As transferências unilaterais somaram ingresso líquido de US$1 bilhão nos oito primeiros meses de 2014 (recuo de 53,2% em relação a igual intervalo de 2013), com destaque para a redução de 47,4% nos ingressos líquidos para manutenção de residentes.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US$70,4 bilhões nos oito primeiros meses de 2014 (US$60,6 bilhões em igual período do ano anterior).

Os investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD) acumularam aplicações líquidas de US$1,3 bilhão no período (retornos líquidos de US$4,8 bilhões nos oito primeiros meses de 2013). Em 2014, até agosto, os fluxos de IBD-Participação no capital somaram US$17 bilhões em aplicações líquidas no exterior, e os retornos líquidos na modalidade IBD-Empréstimos intercompanhia, US$15,7 bilhões.

Os ingressos líquidos de IED atingiram US$42 bilhões nos oito primeiros meses do ano (US$39 bilhões em igual período de 2013), dos quais US$30,7 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US$11,3 bilhões a empréstimos intercompanhias. Considerados intervalos de doze meses, o IED atingiu US$67 bilhões em agosto (3,0% do PIB, ante 2,7% do PIB em agosto de 2013).

Tabela 5.7 – Conta financeira

US$ bilhões

Discriminação	2013			2014		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Conta financeira	2,2	60,6	73,1	7,4	70,4	99,1
Investimentos diretos	2,5	43,7	67,5	5,7	40,7	61,0
Brasileiros no exterior	-1,2	4,8	3,5	-1,2	-1,3	-2,0
Estrangeiros no país	3,8	39,0	64,0	6,8	42,0	63,0
Participação	2,7	25,2	41,6	4,5	30,7	48,0
Intercompanhias	1,0	13,8	22,4	2,3	11,3	15,0
Investimentos em carteira	6,1	22,0	25,7	4,8	29,6	36,6
Ativos	0,2	-6,0	-9,0	-0,6	-2,9	-
Passivos	6,0	28,0	34,7	5,3	32,5	36,6
Derivativos	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	-
Outros investimentos	-6,5	-5,4	-20,2	-3,2	0,0	1,5
Ativos	-1,8	-15,3	-39,9	-6,2	-26,1	-30,4
Passivos	-4,6	9,9	19,7	3,0	26,1	31,9

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos – Itens selecionados

US$ bilhões

Discriminação	2013			2014		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Capitais de médio e longo prazos	2,6	23,3	41,0	5,5	36,6	44,5
Bônus públicos	-	0,8	4,1	3,6	4,9	4,9
Títulos privados	0,1	4,7	9,1	0,4	7,3	10,6
Empréstimos dir.	2,5	17,9	27,8	1,6	24,3	29,0
Empréstimos CP[2/]	-0,3	-0,9	-0,2	1,3	8,5	5,0
Títulos CP (líq.)	-	-	-	0,2	0,3	-
Portfolio no país (líq.)	6,2	28,1	37,2	5,1	31,6	35,0
Taxas de rolagem[3/]						
Total:	33%	95%	94%	51%	142%	132%
Títulos	34%	111%	76%	24%	79%	100%
Empréstimos dir.	32%	91%	102%	74%	187%	150%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

3/ Equivale à razão entre desembolsos e amortizações de médio e longo prazos.

As aplicações líquidas de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram saída de US$2,9 bilhões nos oito primeiros meses de 2014 (US$6 bilhões no período correspondente de 2013).

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US$32,5 bilhões nos oito primeiros meses de 2014. Os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somaram US$10,6 bilhões (US$7,4 bilhões em igual período de 2013) e as aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país totalizaram US$21,9 bilhões (US$20,6 bilhões no mesmo período de 2013).

A redução do prazo de incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre captações externas, de 360 dias para 180 dias, favoreceu o ingresso líquido de US$302 milhões em títulos de curto prazo, nos oito primeiros meses de 2014.

Os ingressos líquidos de bônus da República somaram US$1,6 bilhão nos oito primeiros meses do ano. Além da continuidade de operações de recompra no mercado secundário, destaquem-se as emissões do Euro 21 e do Global 45. O Tesouro Nacional, no âmbito da política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, emitiu, em agosto, US$3,6 bilhões com vencimento em 2045, recebendo US$1 bilhão em recursos novos e o restante em oito diferentes títulos da República, com vencimentos entre 2024 e 2041. Considerados os demais meses do ano, as recompras realizadas pelo Tesouro Nacional, de seus próprios papéis, em mercado secundário, totalizam US$2,8 bilhões.

As saídas líquidas por meio de *notes* e *commercial papers* totalizaram US$2 bilhões nos oito primeiros meses de 2014, com desembolsos de US$7,3 bilhões e amortizações de US$9,3 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazo negociados no exterior atingiu 79% no período (111% em igual intervalo de 2013).

As aplicações líquidas de outros investimentos brasileiros somaram US$26,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2014 (US$15,3 bilhões no mesmo período de 2013), com destaques para as concessões líquidas de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais, de US$27,6 bilhões (US$16,5 bilhões nos oito primeiros meses de 2013).

Os outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos junto a bancos e a organismos

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

US$ bilhões

Discriminação	2012	2013		2014	
	Ano	Jan-ago	Ano	Jan-ago	Ano[1/]
Posição das reservas no período anterior	352,0	373,1	373,1	358,8	358,8
Compras líquidas do Bacen	12,7	-0,4	-11,5	16,8	16,8
A termo	7,0	-	-	-	-
Spot	11,2	-	-	-	-
Linhas com recompra	-5,5	-0,4	-11,5	16,8	16,8
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-6,6	-3,3	-4,9	-4,9	-5,2
Desembolsos	-	0,5	0,9	0,2	0,2
Amortizações	-3,4	-1,2	-2,9	-2,7	-2,7
Juros	-3,2	-2,6	-3,0	-2,4	-2,7
Remuneração das reservas	4,4	2,4	3,4	2,0	3,0
Outras variações	4,1	-8,7	-7,1	1,3	1,3
Variações por preço	1,4	-4,7	-4,3	1,9	1,9
Variações por paridades	0,8	-5,0	-4,1	-1,2	-1,2
Demais[2/]	1,8	1,0	1,3	0,6	0,6
Compras do Tesouro Nacional	6,6	3,8	5,8	5,1	5,4
Variação total	21,1	-6,1	-14,3	20,3	21,3
Posição das reservas – Caixa	373,1	367,0	358,8	379,2	380,1
Saldo de linhas com recompra	5,5	5,8	17,0	0,2	0,2
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	378,6	372,8	375,8	379,4	380,3

1/ Projeção.

2/ Compreende pagamentos/recebimentos do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR), ágio/deságio, pagamento de comissões, reclassificações, alocações de DES e variação de derivativos financeiros (forwards).

internacionais, créditos comerciais e depósitos, resultaram em ingressos líquidos de US$26,1 bilhões nos oito primeiros meses de 2014 (US$9,9 bilhões no período equivalente de 2013). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US$6,3 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores, US$12 bilhões (amortização de US$4,6 bilhões em igual período do ano anterior). Destaquem-se os ingressos líquidos de empréstimos diretos (US$11,3 bilhões), com taxa de rolagem de 187% no período acumulado do ano, e os relativos a organismos internacionais (US$1,7 bilhão). Os empréstimos de curto prazo totalizaram ingressos líquidos de US$8,5 bilhões de janeiro a agosto de 2014 (saída líquida de US$892 milhões em igual período de 2013).

As reservas internacionais totalizaram, em agosto, US$379,2 bilhões no conceito caixa e US$379,4 bilhões no conceito liquidez (aumentos respectivos de US$20,3 bilhões e US$3,6 bilhões em relação a dezembro de 2013). No período, houve compras líquidas de US$16,8 bilhões de operações de linhas com recompra; receita de juros de US$2 bilhões; e impactos de variações de preços de ativos (US$1,9 bilhão) e de paridades (-US$1,2 bilhão).

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US$380,1 bilhões no conceito caixa e US$380,3 bilhões no conceito liquidez, ao final de 2014. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US$3 bilhões; despesas de juros de US$2,7 bilhões; amortizações de US$2,7 bilhões; e compras líquidas de operações de linhas de US$16,8 bilhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para agosto de 2014, o serviço da dívida externa diminuiu 3,6% em relação à posição de dezembro de 2013. As exportações de bens recuaram 1,1% e a razão entre esses indicadores atingiu 30,1% (queda de 2,5% em relação a dezembro de 2013). A dívida bruta aumentou 7,9% e o PIB em dólares, 0,6%, com a relação dívida bruta/PIB passando de 13,8% para 14,8%. Note-se, além disso, que a relação dívida líquida/PIB passou de -4,2% para -3,4%, no período.

A relação dívida bruta/exportações aumentou de 1,3 para 1,4; a razão dívida líquida/exportações de bens e

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa[1/]

US$ bilhões

Discriminação	2012	2013	2014		
	Dez	Dez	Mar	Jun	Ago[2/]
Exportações de bens	242,6	242,0	240,8	238,1	239,4
Exportações de bens e serviços	282,4	281,2	280,1	278,0	280,5
Serviço da dívida	54,1	74,8	79,5	73,6	72,2
Dívida externa bruta	312,9	308,6	320,2	333,3	333,1
Dívida externa líquida	-89,7	-94,4	-87,3	-76,8	-75,7
Reservas internacionais (liquidez)	378,6	375,8	377,2	380,5	379,4
Reservas internacionais (caixa)	373,1	358,8	363,9	373,5	379,2
PIB	2 247	2 243	2 253	2 251	2 257
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	13,9	13,8	14,2	14,8	14,8
Dívida líquida/PIB (%)	-4,0	-4,2	-3,9	-3,4	-3,4
Dívida bruta/exportações	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
Dívida líquida/exportação	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Serviço dívida/exportação (%)	22,3	30,9	33,0	30,9	30,1
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,2	26,6	28,4	26,5	25,7
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	121,0	121,8	117,8	114,2	113,9
Reservas (caixa) /dívida externa bruta (%)	119,3	116,3	113,7	112,1	113,8

1/ Exclui estoque de principal, amortizações e juros relativos a intercompanhias.

2/ Dados estimados.

serviços manteve-se em -0,3; e a relação entre as reservas internacionais (liquidez) e a dívida bruta recuou de 121,8% para 113,9%, no período.

5.6 Conclusão

O *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses, após situar-se no intervalo de 3,6% a 3,7% do PIB de agosto de 2013 a junho de 2014, recuou para 3,5% do PIB em julho e em agosto. Esse movimento refletiu, em grande parte, a redução do *deficit* na conta de petróleo e combustíveis.

As condições de financiamento do *deficit* em transações correntes permanecem confortáveis. Nesse sentido, o fluxo de investimento direto no país – modalidade mais expressiva – atingiu US$42 bilhões nos oito primeiros meses de 2014 (aumento de US$3 bilhões em relação a igual período 2013). Adicionalmente, a taxa de rolagem atingiu 142% no período, implicando captações líquidas positivas, ao passo que ingressos líquidos em títulos de renda fixa e ações negociados no país mantiveram-se superiores ao patamar dos oito meses inicias de 2013.

Ressalte-se, ainda, que as reservas internacionais do país equivaliam, ao final de agosto, a vinte meses de importação, e que, em junho, o Banco Central estendeu o programa de oferta de proteção cambial e provimento de liquidez ao mercado de câmbio até dezembro de 2014.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014

Este boxe apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2014. A atualização considera informações divulgadas desde o último Relatório de Inflação, tendências para a economia brasileira e internacional, bem como estatísticas recentes sobre o estoque e o serviço do endividamento externo do país.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2014 foi mantida em US$80 bilhões (3,52% do PIB), não obstante a revisão na projeção para o *superavit* comercial, de US$5 bilhões para US$3 bilhões. As projeções para exportações e importações foram reduzidas, na ordem, para US$240 bilhões e US$237 bilhões, refletindo, sobretudo, valores observados nos primeiros oito meses do ano. Note-se que a projeção de *superavit* na balança comercial considera recuos de 0,8% nas exportações e de 1,1% nas importações, na comparação com os valores de 2013.

A projeção para o *deficit* da conta de serviços em 2014 passou para US$46,5 bilhões, de US$47,6 bilhões no Relatório anterior, com destaque para a redução de US$0,8 bilhão na estimativa para despesas líquidas com transportes (para US$9,2 bilhões), em linha com a supracitada revisão para a corrente de comércio, bem como com a ampliação do *deficit* em viagens, de US$18 bilhões para US$18,5 bilhões, em linha com valores recentemente observados maiores do que se estimava. As estimativas para as despesas líquidas com aluguel de equipamentos foram mantidas em US$21 bilhões.

A projeção para despesas líquidas com juros, com base no cronograma da dívida externa de junho de 2014, situou-se em US$14,5 bilhões, ao tempo em que a projeção para despesas líquidas com lucros e dividendos diminuiu de US$26 bilhões para US$25 bilhões. As estimativas de receitas líquidas com transferências unilaterais – compostas principalmente por remessas para a manutenção de residentes – permanecem em US$2,5 bilhões.

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

US$ bilhões

Discriminação	2013			2014		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Transações correntes	-5,5	-57,6	-81,2	-5,5	-54,8	-80,0
Balança comercial	1,2	-3,8	2,4	1,2	0,2	3,0
Exportações	21,4	156,7	242,0	20,5	154,0	240,0
Importações	-20,2	-160,4	-239,6	-19,3	-153,8	-237,0
Serviços e Rendas	-6,9	-55,9	-87,0	-6,7	-56,0	-85,5
Viagens	-1,7	-12,1	-18,4	-1,9	-12,3	-18,5
Juros	-0,8	-8,9	-14,2	-0,6	-8,9	-14,5
Lucros e dividendos	-2,0	-17,3	-26,0	-2,3	-16,4	-25,0
Demais	-2,5	-17,7	-28,3	-1,9	-18,4	-27,5
Transferências	0,2	2,1	3,4	0,1	1,0	2,5
Conta capital e finan.	2,4	61,4	74,3	7,4	70,8	99,8
Conta capital	0,1	0,9	1,2	0,0	0,4	0,7
Investim. brasileiros[2/]	-2,9	-16,5	-45,4	-7,9	-30,4	-32,4
Investim. estrang.	4,6	61,5	100,4	13,3	95,0	116,3
IED	3,8	39,0	64,0	6,8	42,0	63,0
Ações totais[3/]	0,9	7,4	11,6	1,6	10,6	12,0
Títulos no país	5,3	20,6	25,4	3,4	22,0	23,0
Emprést. e tít. LP	-5,0	-4,6	-0,5	0,0	11,6	13,3
Títulos públicos	-	-0,5	0,5	1,5	1,6	1,6
Títulos privados	-0,2	0,5	-2,9	-1,3	-2,0	-0,0
Empréstimos dir.	-5,2	-1,7	0,6	-0,5	11,3	9,7
Demais[4/]	0,4	-2,8	1,2	0,4	0,6	2,0
Emprést. e tít. CP	-0,3	-0,9	-0,2	1,5	8,8	5,0
Demais[5/]	0,5	15,5	18,1	1,9	5,7	15,2
Erros e omissões	-0,1	-0,3	1,0	0,5	3,7	-
Ativos de reserva	3,2	-3,5	5,9	-2,4	-19,6	-19,8
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-3,9	-3,6		-3,7	-3,5
IED / PIB (%)		2,6	2,9		2,8	2,8

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.
5/ Inclui derivativos, crédito comercial passivo e outros passivos.

O *superavit* estimado para a conta financeira em 2014 atinge US$99,1 bilhões. A projeção para investimentos brasileiros diretos (IBD) alcança US$2 bilhões – distribuídos em aquisição de capital de empresas não residentes (saídas de US$22 bilhões) e retornos de empréstimos intercompanhia (ingressos de US$20 bilhões). A projeção para ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) foi mantida em US$63 bilhões, assim, esses fluxos mantêm-se como principal fonte de financiamento do *deficit* corrente.

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

US$ bilhões

Discriminação	2013			2014		
	Ago	Jan-ago	Ano	Ago	Jan-ago	Ano[1/]
Transações correntes	-5,8	-60,0	-84,6	-5,8	-56,9	-83,0
Capitais (líquido)	-1,9	55,0	77,0	7,3	61,2	100,2
Inv. Estrangeiro Direto	3,8	39,0	64,0	6,8	42,0	63,0
Inv. Estrangeiro carteira	5,8	26,0	34,4	4,3	27,8	35,0
Empréstimos MLP	-5,5	-2,8	-0,9	0,3	11,9	14,3
Crédito comerciais	0,1	15,2	20,3	3,3	15,2	21,6
Bancos	-0,4	-3,2	-0,6	1,0	8,1	4,3
Demais	0,5	18,4	21,0	2,3	7,1	17,2
Inv. brasileiro no exterior	-6,4	-20,8	-41,1	-7,9	-39,7	-32,0
Demais	0,3	-1,5	0,3	0,5	4,0	-1,7
Hiato financeiro	-7,6	-4,9	-7,6	1,5	4,3	17,2
Compras líquidas BCB	4,1	0,4	11,5	-2,1	-16,8	-16,8
Depósitos de bancos	3,5	4,6	-3,9	0,6	12,5	-0,4

1/ Projeção.

Relativamente a investimentos estrangeiros em carteira, a projeção para os ingressos líquidos destinados à compra de ações foi mantida em US$12 bilhões. Por sua vez, a estimativa de ingressos líquidos para aplicação em títulos de renda fixa deslocou-se de US$18 bilhões para US$23 bilhões, considerados os resultados ocorridos nos primeiros oito meses deste ano, bem como informações preliminares para setembro. As projeções para a taxa de rolagem aumentou de 125% para 150% – no caso de empréstimos diretos – e diminuiu de 125% para 100% – no caso de títulos. A taxa de rolagem média da dívida externa de médio e longo prazos (exclusive Bônus da República) está projetada em 132%.

O saldo líquido de operações de linha com cláusula de recompra efetuadas pelo Banco Central atingiu US$200 milhões (US$17 bilhões em dezembro de 2013), ou seja, houve compras líquidas de US$16,8 bilhões nos primeiros oito meses. Considerada a estimativa de *superavit* de US$17,2 bilhões para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, os ativos detidos no exterior, por bancos residentes no Brasil, devem aumentar em US$0,4 bilhão no ano.

Perspectivas para a inflação

6

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do Relatório de junho de 2014. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o terceiro trimestre de 2016 e para o crescimento do PIB até o segundo trimestre de 2015. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 11,00% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 2 e 3 de setembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R$2,25/US$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pelo Gerin do Banco Central com analistas independentes. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a data de corte em 5 de setembro de 2014.

As projeções de inflação e de crescimento do PIB divulgadas neste Relatório não são pontuais. Elas explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente até a supracitada data de corte. As previsões de inflação dependem não apenas das hipóteses sobre taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O conjunto de hipóteses considerado mais provável pelo Copom é utilizado para construir os cenários a que o Comitê atribui maior peso na tomada de decisão sobre a taxa de juros. Ao expô-las, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

6.1 Determinantes da Inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 6,51% em agosto, 0,42 p.p. acima da registrada até agosto de 2013. De um lado, houve ligeira moderação dos preços livres, que em doze meses acumulam variação de 6,95% (7,64% até agosto de 2013); de outro, aceleração dos preços administrados por contrato e monitorados, que variaram 5,07% (1,27% até agosto de 2013). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,07% em doze meses, e a dos comercializáveis, 6,81%. Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação recuou para 7,53% (10,45% até agosto de 2013) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,44% (8,60% até agosto de 2013) e permanece em patamar superior ao da variação dos preços livres.

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,19% em julho, para 0,41% em agosto, com o acumulado em doze meses em 6,67% (0,43 p.p. acima do registrado em agosto de 2013). Especificamente, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,01% em julho para 0,38% em agosto; o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,35% para 0,40%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,17% para 0,41%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,19% para 0,42%; e o núcleo por dupla ponderação, de 0,21% para 0,44%. O índice de difusão do IPCA recuou pelo quinto mês consecutivo e alcançou 55,0% em agosto (3,7 p.p. abaixo do registrado em agosto de 2013), e média nos últimos três meses de 58,4% (2,1 p.p. acima da média observada entre junho e agosto de 2013).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 0,06% em agosto, após recuar 0,55% em julho. Assim, a variação atingiu 4,63% em doze meses (5,25% até agosto de 2013). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 3,41% em doze meses até agosto, 1,31% no segmento agropecuário e 3,97% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 6,76% em doze meses (5,54% até agosto de 2013). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,26% em doze meses (7,86% até agosto de 2013), com variação de 8,48% no custo de mão de obra e de 5,93% no custo de materiais, equipamentos e serviços.

O indicador coincidente de atividade econômica, IBC-Br, que fornece estimativa para a produção mensal dos três

setores da economia, recuou 1,48% em junho, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses se deslocou para 1,50%. O PMI composto para o Brasil apontou declínio marginal da produção, em julho, com a redução na produção do setor industrial sendo parcialmente contrabalançada por crescimento na do setor de serviços.

Os Índices de Confiança do Consumidor (ICC), da Indústria (ICI), de Serviços (ICS) e do Comércio (ICOM), calculados pela FGV, recuaram em agosto. O ICC se deslocou para o menor patamar desde abril de 2009 e permanece abaixo da média histórica, refletindo o baixo grau de satisfação com a situação presente. O ICI e o ICS recuaram pelo oitavo mês consecutivo em agosto e se encontram no menor patamar desde abril de 2009. O recuo do ICI refletiu diminuição da satisfação com a situação atual; e o do ICS foi determinado pela piora nas expectativas dos empresários em relação aos meses seguintes. Por fim, o ICOM atingiu novo mínimo no índice médio do trimestre da série histórica iniciada em março de 2010, refletindo piora na percepção sobre o quadro atual.

A atividade fabril avançou 0,7% em julho, primeira variação positiva desde janeiro, com resultados favoráveis em 3 das 4 grandes categorias econômicas; e em 20 dos 24 ramos pesquisados, de acordo com a série de produção industrial geral dessazonalizada pelo IBGE. Não obstante o crescimento mensal, a produção geral foi 3,6% inferior à registrada em julho de 2013 e acumula recuo de 1,2% em doze meses. Nessa mesma base de comparação, diminuiu a produção de bens duráveis (5,1%), intermediários (1,8%) e de capital (0,1%); mas, por outro lado, aumentou a de bens semiduráveis e não duráveis (0,6%). De acordo com dados dessazonalizados da CNI, o faturamento da indústria de transformação em termos reais aumentou 1,2% em julho, após quatro meses em retração; e o número de horas trabalhadas foi 2,6% maior. Não obstante, em relação a julho de 2013, o faturamento real e o número de horas trabalhadas foram inferiores em 5,1% e 2,3%, respectivamente.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 83,2% em agosto. Em termos de distribuição setorial, a utilização da capacidade se apresenta mais intensa no segmento de material para construção (88,2%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (81,2%). No que se refere

a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, registrou aumento indesejado de estoques desde a divulgação do Relatório de junho de 2014. Em agosto, 14,4% dos estabelecimentos pesquisados apontavam nível de estoques excessivo (11,2% em junho), e 1,7%, nível de estoques insuficiente (2,6% em junho), de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, o nível de estoques permanece alto, em particular, nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,8% em junho, em relação ao mesmo mês do ano anterior. No comércio ampliado, as vendas diminuíram 6,1% na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,7% e -3,6%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Dessa forma, a taxa de crescimento das vendas em doze meses foi de 4,9% para o comércio varejista restrito e de 1,9% para o ampliado. Houve diminuição no volume de vendas em 9 dos 10 segmentos pesquisados, considerando o índice sazonalmente ajustado. Nos próximos meses, a trajetória do comércio continuará a ser influenciada pelas transferências governamentais, pelo crescimento da massa salarial e pela expansão moderada do crédito.

O PIB a preços de mercado recuou 0,6% no segundo trimestre de 2014, após recuo de 0,2% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a variação foi de -0,9% no segundo trimestre (1,9% no primeiro trimestre). Dessa forma, a economia brasileira cresceu 1,4% nos últimos quatro trimestres, com expansão de 1,3% no valor adicionado e de 1,9% nos impostos diretos. Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 1,1% em quatro trimestres; a industrial, 0,5%; e a do setor de serviços, 1,6%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – avançou 0,3% no segundo trimestre de 2014 ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 1,2% em relação ao mesmo trimestre de 2013. Por sua vez, o consumo do governo recuou 0,7% na margem e avançou 0,9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a FBCF recuou 5,3% em relação ao trimestre anterior e 11,2% em relação ao mesmo trimestre de 2013. O setor externo teve contribuição positiva para a taxa de crescimento no segundo trimestre de 2014, na medida em que as exportações avançaram 2,8% em relação ao trimestre anterior, de acordo com a série dessazonalizada,

e as importações recuaram 2,1%; e em comparação ao primeiro trimestre de 2013, a contribuição também foi positiva, com crescimento de 1,9% das exportações e queda de 2,4% das importações.

O IBGE divulgou resultados da PME referente a julho de 2014 para apenas 4 das 6 regiões metropolitanas usualmente pesquisadas, em razão de paralisação de servidores. Nesse sentido, ainda serão conhecidos os dados sobre o mercado de trabalho de Salvador e de Porto Alegre. A taxa de desocupação ficou estável nas outras regiões, em relação ao mês anterior. Em relação a julho de 2013, a taxa declinou 1,1 p.p. no Rio de Janeiro, 1,0 p.p. em Recife, 0,9 p.p. em São Paulo e 0,2 p.p. em Belo Horizonte. Cabe notar que a menor expansão da oferta de mão de obra nos últimos anos – como indicado pelo menor crescimento da PIA – tem contribuído sobremaneira para a manutenção das taxas de desocupação em níveis historicamente baixos. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em Recife e no Rio de Janeiro aumentou em ambas as comparações; em Belo Horizonte ficou estável no mês e diminuiu no ano e em São Paulo, diminuiu no mês e aumentou no ano. O emprego formal celetista continua em expansão, más há moderação no ritmo de criação de vagas. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 537 mil postos de trabalho em doze meses até julho de 2014 (566 mil até julho de 2013).

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica, pelo aperfeiçoamento da infraestrutura do sistema financeiro e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos – tem sido importante fator de sustentação do crescimento do consumo das famílias. A propósito, o saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R$1.331,1 bilhões em julho, com crescimento nominal de 13,5% em relação a julho de 2013. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas – financiado principalmente com recursos direcionados – cresceu 28,2% e atingiu R$393,0 bilhões, o que corresponde a 7,8% do PIB. Os indicadores de inadimplência têm mostrado estabilidade na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R$1.504,3 bilhões em julho (com crescimento de 9,6% em relação a julho de 2013), com a taxa de juros média de 16,0% (1,6 p.p. maior do que a observada em julho de 2013). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES alcançou R$540,6 bilhões – crescimento de 11,4%

em doze meses até julho. Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atingiu R$16,3 bilhões em doze meses até julho de 2014 (R$9,6 bilhões até julho de 2013). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R$65,1 bilhões em doze meses até julho de 2014 (R$81,9 bilhões no mesmo período do ano anterior). No total, o financiamento das empresas no mercado de capitais mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e recebíveis de direito creditório atingiu R$107,0 bilhões nos doze meses até julho de 2014 (R$114,5 bilhões no mesmo período de 2013).

No que se refere ao comércio exterior, o saldo da balança comercial acumulado em doze meses atingiu US$6,4 bilhões em agosto (US$2,5 bilhões em agosto de 2013). Concorreram para esse resultado US$239,4 bilhões em exportações e US$233,0 bilhões em importações, com aumento de 0,3% e recuo de 1,3%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em agosto de 2013. Em doze meses até agosto, o *quantum* exportado aumentou 4,4% e o preço médio das exportações recuou 3,9%, enquanto o *quantum* importado avançou 0,9% e o preço médio das importações diminuiu 1,3%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US$78,4 bilhões em julho, equivalente a 3,5% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US$24,8 bilhões em termos líquidos (US$27,7 bilhões em julho de 2013), e as despesas sob a rubrica "aluguel de máquinas e equipamentos" – em grande parte, destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US$21,5 bilhões (US$18,1 bilhões em julho de 2013). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram, no mesmo período, US$34,1 bilhões (US$34,3 bilhões até julho de 2013), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US$24,4 bilhões para US$26,4 bilhões.

Os investimentos estrangeiros diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US$64,0 bilhões em doze meses até julho, equivalente a 2,8% do PIB.

Sobre atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam perspectivas de crescimento heterogêneas das economias maduras (considerando o conjunto como um todo, taxas baixas e abaixo do crescimento potencial). Especificamente sobre a Europa, em que pese avanços recentes, altas taxas de

desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas ainda constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, não obstante a resiliência da demanda doméstica.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US$105 desde a divulgação do Relatório anterior. A complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Em relação às demais *commodities*, houve aumento de 2,1% nos preços das metálicas, e diminuição de 4,0% nos preços das agrícolas. Na data de corte de 5 de setembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava redução de 2,6% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de junho de 2014.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2014 deslocou-se de 1,44% para 0,48%, entre 6 de junho, data de corte do Relatório anterior, e 5 de setembro. Para 2015, a taxa de crescimento recuou de 1,80% para 1,10%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 6,47% para 6,29% para 2014; e de 6,03% para 6,29%, para 2015. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 5,97% para 6,24%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de junho de 2014, houve diminuição da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2014, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções caiu para 0,14%.

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

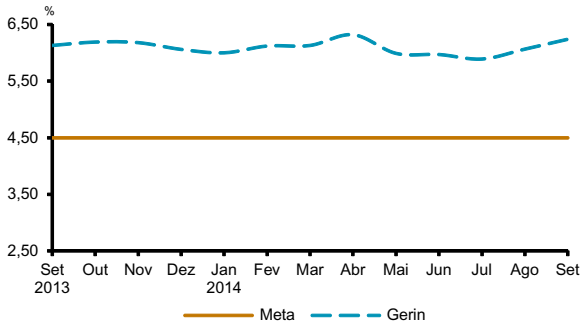
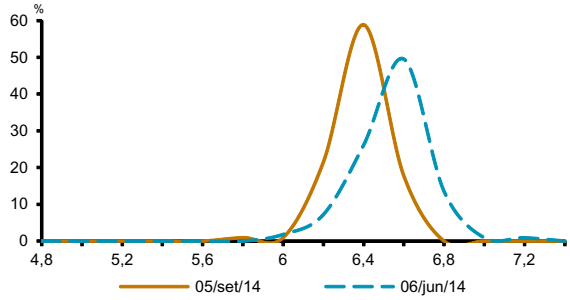


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2014

Frequência relativa



6.2 Riscos associados e implementação da política monetária

O Copom trabalha com um conjunto de hipóteses sobre o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Esse conjunto de pressupostos, bem como os riscos a eles associados, compõem o cenário central com base no qual o Comitê toma decisões.

Do lado externo, em linhas gerais, desde o Relatório anterior, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de ritmo de

atividade global mais intenso no horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, note-se que as evidências ainda apontam taxas de crescimento heterogêneas nas economias maduras, em algumas das quais baixas e abaixo do crescimento potencial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de focos de tensão e de volatilidade nos mercados de moedas. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de atividade menos intenso este ano, em comparação ao de 2013. Outros aspectos relevantes do contexto doméstico são os níveis de confiança historicamente baixos, tanto de consumidores como de empresários, a dinâmica do mercado de trabalho e dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres.

No âmbito internacional, não obstante permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer, ainda que em menor intensidade do que em anos recentes, cenário de restrição fiscal, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras. Nos Estados Unidos, persiste a tendência de melhora no mercado de trabalho e de recuperação do mercado imobiliário, em ambiente que combina níveis moderados de inflação. Na Área do Euro, não obstante ações recentes do Banco Central Europeu (BCE), incertezas sobre a efetividade dessas iniciativas, aliadas a certo ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região, ainda se manifestam na fragilidade mercado de crédito, do emprego e dos investimentos. Dessa forma, as perspectivas indicam crescimento moderado este ano na Área do Euro, com distribuição assimétrica entre os países membros. Em relação a riscos para a atividade global, cabe mencionar os decorrentes de tensões geopolíticas e, talvez mais relevante, os decorrentes da estratégia de remoção, pelo *Federal Reserve*, de incentivos monetários introduzidos via ações convencionais e não convencionais de política no pós-crise de 2008.

O Copom avalia que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional, entre outros, à corrente de comércio e aos fluxos de capitais. Nesse sentido, eventos recentes – de um lado, a melhora, ainda que gradual, no ritmo de atividade global; de outro, mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias e focos de volatilidade nos mercados financeiros

internacionais – são forças que se contrapõem. O Comitê também destaca a relevância da transmissão via canal de expectativas, que afeta investimentos, no caso dos empresários; e consumo, no caso das famílias. Nesse contexto, nota que apesar de avanços no ambiente global, em particular nas economias maduras, nas principais economias emergentes o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. Indicadores recentes, entretanto, sugerem que as taxas de crescimento para o conjunto das economias emergentes tendem a permanecer relativamente elevadas, mas com distribuição díspar e em patamares inferiores aos observados em anos recentes.

Em resumo, o Comitê avalia que, no horizonte relevante, o cenário de maior crescimento global – não obstante dados recentemente divulgados terem se mostrado menos positivos do que se antecipava –, combinado com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais, milita no sentido de tornar a dinâmica da demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

O Copom considera que, desde o Relatório anterior, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Esses riscos se traduzem, por exemplo, na percepção de que os prêmios de risco têm se mostrado muito comprimidos e os preços de ativos muito elevados. De fato, em período recente, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos – em particular de economias emergentes e da periferia europeia – mantiveram-se em declínio e se posicionaram, em casos específicos, em patamares abaixo daqueles observados no início de 2010. Por sua vez, de modo geral, os mercados acionários de economias emergentes e de economias maduras (exceto na Europa) se valorizaram desde o Relatório anterior. Ainda não está claro, entretanto, se esses movimentos estão refletindo adequadamente os fundamentos econômicos. Uma hipótese alternativa é que sejam resultado, essencialmente, da implementação de medidas não convencionais de política monetária em importantes blocos econômicos. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos, o Comitê pondera que o ambiente nos mercados financeiros internacionais permanece complexo.

Os índices agregados de preços de *commodities* medidos em dólares mostram ligeiro recuo na comparação com o registrado no trimestre anterior. Em particular, o IC-Br composto recuou para patamares próximos aos observados

em fevereiro deste ano. Nesse contexto, o IC-Br metais, após longo período de estabilidade, aumentou desde o último Relatório. Por outro lado, o IC-Br energia diminuiu, o que, ao menos em parte, pode ser reflexo do aumento da produção de óleo de xisto nos Estados Unidos. Por sua vez, o IC-Br agrícola seguiu diminuindo. O Comitê destaca que, não obstante pressões localizadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Especificamente sobre o preço do petróleo, ressalta que sua influência sobre a inflação doméstica não se materializa exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também via cadeia produtiva do setor petroquímico e pelo canal de expectativas de consumidores e de empresários.

O Copom pondera que as compras de produtos externos tendem a contribuir para o arrefecimento das pressões inflacionárias domésticas por meio de dois canais. Em primeiro lugar, porque esses produtos competem com os produzidos domesticamente e, assim, impõem maior disciplina aos formadores de preços. Em segundo, porque as importações reduzem a demanda nos mercados de insumos domésticos, concorrem para o arrefecimento de pressões de custos e, por conseguinte, de seus eventuais repasses para os preços ao consumidor. A esse respeito, é importante adicionar que pressões de custos de fatores não amparadas por ganhos de eficiência contribuem para reduzir a competitividade das empresas domésticas no mercado internacional de bens e de serviços, em ambiente global no qual ainda prevalece excesso de capacidade ociosa.

No âmbito interno, o Copom pondera que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a ser menos intenso este ano, em comparação ao de 2013. No médio prazo, o Comitê avalia que mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. Não obstante que dados de alta frequência eventualmente possam apontar em direção distinta, em termos de absorção doméstica, o consumo agregado (consumo das famílias mais consumo do governo) tende a continuar em expansão em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes e os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global – combinado com a depreciação do real – tende a favorecer o crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade

dos setores mais diretamente envolvidos em transações comerciais com o resto do mundo – ou seja, indústria e agropecuária – ao mesmo tempo em que o setor de serviços tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes.

Na visão do Copom, as mudanças citadas no parágrafo anterior antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. Nessa direção também apontam avanços em qualificação da mão de obra e o programa de concessão de serviços públicos. Nesse contexto, o Comitê entende que, em prazos mais longos, emergiriam bases para ampliação da taxa de investimento da economia, para uma alocação mais eficiente dos fatores de produção e, consequentemente, para que as taxas de crescimento do PIB efetivo retomassem patamares mais elevados e até mesmo para que o crescimento potencial aumentasse. O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade da materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

No mercado de fatores, o Copom pondera que um risco importante para a inflação advém do mercado de trabalho, que, não obstante sinais de acomodação, ainda mostra margem estreita de ociosidade. O Comitê reafirma que um aspecto crucial nessas circunstâncias é a possibilidade de concessão de aumentos reais de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a dinâmica da inflação. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria – no que é respaldada pela experiência internacional – ensina que moderação salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

Ainda sobre o mercado de trabalho, o Copom entende que existem riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação, derivados da possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura. Nesse contexto, não obstante a concessão este ano de reajuste para o salário mínimo não tão expressivo quanto em anos anteriores, bem como a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos. Entretanto, no horizonte relevante para a política monetária, o Comitê antecipa desenvolvimentos que tendem a contribuir para o arrefecimento de riscos originados na

dinâmica salarial, como a concessão de menores reajustes do salário mínimo e dos salários de servidores públicos. De fato, esses desenvolvimentos tendem a suavizar a dinâmica dos salários de um modo geral, com repercussões sobre os custos de produção, sobretudo nos segmentos intensivos em mão de obra.

Sobre o fator capital, de acordo com as Contas Nacionais relativas ao primeiro trimestre, a taxa de investimento recuou pelo terceiro trimestre seguido, deslocando-se para 17,4% do PIB no acumulado em doze meses. Especificamente no segmento empresarial, dois fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação de capital fixo: a baixa confiança de empresários e a evidência de estreitamento das margens de lucro. Ainda sobre o fator capital, note-se também que a utilização da capacidade instalada recuou no último trimestre, com menor grau de heterogeneidade entre os setores na comparação com o observado no Relatório de Inflação anterior.

Em termos de indicadores de ociosidade da economia como um todo, o Copom nota que, de modo geral, medidas convencionais de hiato do produto têm se deslocado no sentido desinflacionário. De fato, na margem, as taxas de expansão da atividade têm sido menores do que as estimativas de crescimento potencial da economia. Além disso, considerando as perspectivas de crescimento para os próximos trimestres (conforme consta na seção 6.3), o Comitê avalia que nos próximos trimestres as medidas de hiato tendem a permanecer no território desinflacionário.

No que se refere à política fiscal, o Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Para o Comitê, a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Nesse sentido, o indicador fiscal utilizado nas projeções de inflação (o *superavit* primário estrutural) tenderia a manter certa estabilidade, portanto, com impulsos fiscais (a variação do *superavit* primário estrutural entre dois períodos) de magnitude desprezível. Em termos de impactos sobre a demanda agregada, o Comitê avalia que se criam condições para que o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom pondera que, diferentemente do ocorrido quando a solvência do setor público era motivo de preocupação,

hoje não se faz necessária geração de *superavit* primários de ampla magnitude. Para o Comitê, entretanto, *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes são necessários para manter a dívida pública em trajetória sustentável. Atendida essa condição, o Comitê entende que o custo de financiamento da dívida pública tenderia a recuar, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado no médio e no longo prazo.

O Copom entende que uma fonte de risco para a inflação reside no comportamento das expectativas de inflação, impactadas negativamente nos últimos meses pelo nível elevado da inflação corrente, pela dispersão de aumentos de preços, e, sobretudo, por incertezas que cercam a trajetória de preços (como o da gasolina) e de tarifas de serviços públicos (por exemplo, eletricidade e ônibus urbano), nos dois casos com grande visibilidade.

O Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. Importa destacar que, após anos em forte expansão – arrefecida com a introdução de medidas macroprudenciais em finais de 2010 –, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por uma moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem por parte das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados.

Ainda sobre o mercado de crédito, o Copom considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

O Copom ressalta que, desde o Relatório anterior, os preços de ativos domésticos mostraram certa estabilidade. No horizonte relevante para a política monetária, entretanto, o Comitê avalia que a aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à publicação de novos indicadores e/ou sinalizações feitas por autoridades que apontem início ou aprofundamento do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Outra fonte potencial de distúrbio são eventos geopolíticos. Dessa forma, natural esperar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais sejam transmitidos, ainda que parcialmente, aos ativos domésticos.

O Copom destaca que, nas economias de mercado, no longo prazo os preços tendem a apresentar taxas de crescimento

relativamente próximas. Nesse sentido, em linha com as projeções constantes na próxima seção, identifica a ocorrência de um processo de realinhamento entre preços administrados e preços livres. Em outra perspectiva, o Comitê nota que o real se depreciou nos últimos três anos em relação às moedas de importantes parceiros comerciais do Brasil e, dessa forma, também identifica a ocorrência de um processo de realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais.

O Copom lembra, por outro lado, que a taxa Selic foi elevada em 375 p.b. e que a transmissão das ações de política monetária para a inflação ocorre com defasagens. Nesse processo, diversos canais – por exemplo, da demanda, do crédito, do câmbio, e das expectativas – estão envolvidos e operam não necessariamente com a mesma intensidade e simultaneamente. A propósito, antes de alcançar os preços, ações de política monetária interferem nas decisões de consumo e de investimento de famílias e de firmas. À vista disso, considerando a experiência brasileira na vigência do Regime de Metas, o Comitê avalia que a resposta da economia ao recente ciclo de ajuste da taxa Selic, combinada às perspectivas para os próximos trimestres, segue em linha com o que se poderia antecipar. Dito de outra forma, o Comitê entende que as informações disponíveis sugerem que os impulsos monetários introduzidos na economia, ano passado e este ano, têm se propagado normalmente por intermédio dos principais canais de transmissão, e que assim continuarão nos próximos trimestres.

Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em parte, a ocorrência dos dois supracitados importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, o Comitê lembra que as condições monetárias foram apertadas, e avalia que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, para o Comitê, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, é plausível afirmar que os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados.

Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por

unanimidade, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés, nas reuniões de julho e de setembro.

Votaram pela manutenção da taxa Selic em 11,00%, em julho e em setembro, os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.

O Copom pondera que, apesar de a inflação ainda se encontrar elevada, pressões inflacionárias ora presentes na economia – a exemplo das decorrentes dos dois supracitados processos de realinhamentos de preços e de ganhos salariais incompatíveis com ganhos de produtividade – tendem a arrefecer ou, até mesmo, a se esgotarem ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Em prazos mais curtos, some-se a isso o deslocamento do hiato do produto para o campo desinflacionário. Nesse contexto, o Comitê reafirma sua visão de que, mantidas as condições monetárias – isto é, levando em conta estratégia que não contempla redução do instrumento de política monetária –, a inflação tende a entrar em trajetória de convergência para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção.

O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 5 de setembro de 2014 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R$2,25/US$, e a meta para a taxa Selic em 11,00% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de setembro de 2014 – mesmos valores considerados no Relatório de Inflação de junho de 2014.

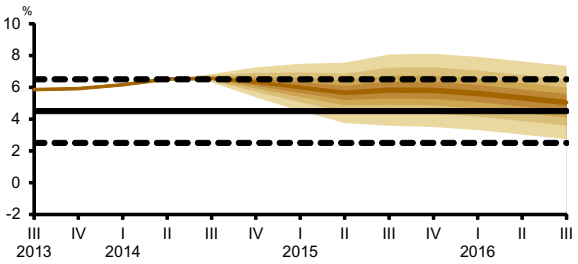
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média reduziram-se para 2014 e ficaram inalteradas para 2015, em comparação aos valores divulgados no Relatório de junho de 2014. Para o último trimestre de 2014, a taxa média passou de R$2,39/US$ para R$2,31/US$. Para o quarto trimestre de 2015, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R$2,48/US$, mesmo valor considerado no Relatório anterior. Para 2016, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R$2,56/US$.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2014 mantiveram-se em 11,00% a.a. e, para o quarto trimestre de 2015, deslocaram-se de 12,08% a.a. para 11,65% a.a. Para 2016, as expectativas indicam taxa Selic média de 10,75% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 53 p.b. e de 59 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (11,00% a.a.), no quarto trimestre de 2014 e 2015, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 5,0% para 2014, mesmo valor considerado no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até agosto, nos preços da gasolina (0,2%) e do gás de bujão (0,3%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2014, de redução de 6,3% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 16,8% nos preços da eletricidade. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que

consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 6,0% para 2015, mesmo valor considerado no Relatório anterior e de 4,9% para 2016, ante 4,5% considerado no Relatório de junho de 2014.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 11,00% a.a. (Cenário de referência)
Leque de inflação



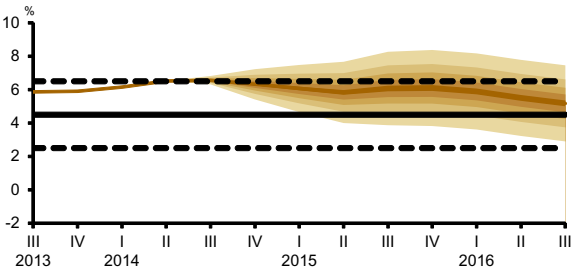
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 11,00% a.a.
(Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%						
		30%					
			10%				
2014 3	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,6
2014 4	5,9	6,1	6,2	6,4	6,5	6,7	6,3
2015 1	5,4	5,6	5,9	6,1	6,3	6,6	6,0
2015 2	4,9	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4	5,6
2015 3	4,9	5,3	5,6	6,0	6,3	6,7	5,8
2015 4	4,9	5,3	5,6	6,0	6,3	6,7	5,8
2016 1	4,7	5,1	5,4	5,8	6,1	6,5	5,6
2016 2	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	6,3	5,3
2016 3	4,1	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	5,0

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

Gráfico 6.4 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para taxas de câmbio e de juros
Leque de inflação



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

Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros estabelecidos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2014 e no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2015, respectivamente. Conforme explicitado nos últimos Relatórios, para determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

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

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,3% em 2014, 0,1 p.p. menor do que a projetada no Relatório de junho de 2014, acima do valor de 4,5% para a meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, a projeção parte de 6,6% no terceiro trimestre de 2014; e encerra o ano em 6,3%. Para 2015, a projeção recua para 6,0% no primeiro trimestre; desloca-se para 5,6% e 5,8% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente; e encerra o ano em 5,8%. Para o primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção encontra-se em 5,6%, 5,3% e 5,0%, respectivamente.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2014 se situa em torno de 37% e, em 2015, de 31%.

No cenário de mercado, a previsão para a inflação acumulada em 2014 se encontra em 6,3%, mesmo valor projetado no cenário de referência, e 0,1 p.p. menor do que o valor constante no Relatório anterior. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, a projeção para a inflação acumulada em

Tabela 6.2 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros [1/]

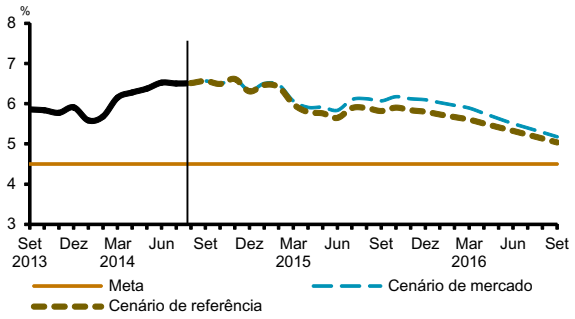
Período	Intervalo de probabilidade 50% 30% 10%						Projeção central
2014 3	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,6
2014 4	5,9	6,1	6,2	6,4	6,5	6,7	6,3
2015 1	5,5	5,7	6,0	6,2	6,4	6,6	6,1
2015 2	5,1	5,4	5,7	6,0	6,3	6,6	5,8
2015 3	5,2	5,6	5,9	6,2	6,6	7,0	6,1
2015 4	5,2	5,6	5,9	6,3	6,6	7,0	6,1
2016 1	5,0	5,4	5,7	6,1	6,4	6,8	5,9
2016 2	4,6	5,0	5,3	5,7	6,0	6,4	5,5
2016 3	4,2	4,6	5,0	5,4	5,7	6,1	5,2

Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).
1/ De acordo com o Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de junho de 2014

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2014 II	6,5	6,5
2014 III	6,6	6,6
2014 IV	6,4	6,4
2015 I	6,1	6,3
2015 II	5,9	6,2
2015 III	6,0	6,3
2015 IV	5,7	6,0
2016 I	5,4	5,5
2016 II	5,1	5,0

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



doze meses, assim como no cenário de referência, encerra o ano de 2014 acima da meta. Especificamente, a projeção parte de 6,6% no terceiro trimestre de 2014; e encerra o ano em 6,3%. Para 2015, a projeção se encontra em 6,1% no primeiro trimestre de 2015; desloca-se para 5,8% e 6,1% no segundo e terceiro trimestres de 2015, respectivamente; e encerra o ano em 6,1%. Para o primeiro, segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção encontra-se em 5,9%, 5,5% e 5,2%, respectivamente.

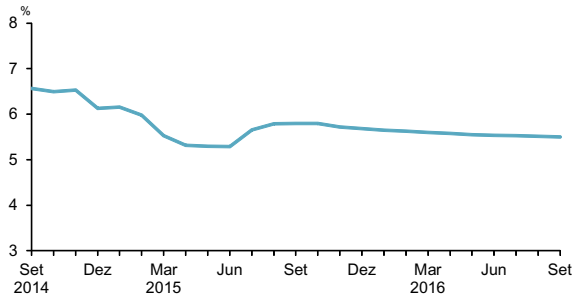
No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2014 situa-se em torno de 37%, e em 2015, de 39%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra estabilidade para o terceiro trimestre de 2014 e redução das projeções entre o quarto trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2015. Nos três trimestres seguintes, há elevação nas projeções de inflação. A redução das projeções entre 2014 e 2015 se deve, em parte, a taxas de inflação em meses recentes, em geral, abaixo das projeções prevalecentes por ocasião da publicação do Relatório anterior; e o aumento na previsão para 2016 se deve à elevação da projeção dos preços administrados por contrato e monitorados. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue o mesmo padrão do cenário de referência, refletindo, basicamente, as mesmas razões mencionadas anteriormente.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o terceiro trimestre de 2016, e a trajetória de metas. Até agosto de 2014, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, as trajetórias consideram projeções associadas aos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. Nos dois cenários, as projeções indicam inflação acumulada em doze meses partindo de patamar acima da meta, com tendência de declínio a partir do quarto trimestre de 2014. Apesar de se posicionarem acima da meta, as projeções indicam que a inflação entra em trajetória de convergência nos trimestres finais do horizonte de projeção.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até agosto de 2014, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de

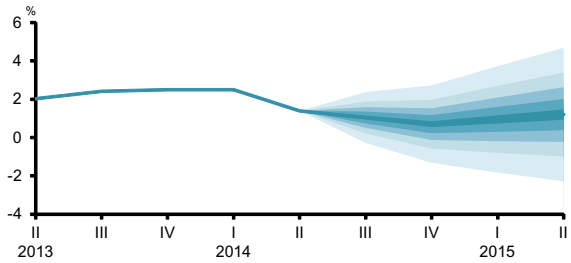
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 11,00% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



inflação apresenta tendência declinante até junho de 2015, quando há uma elevação, convergindo então para a média incondicional ao final do horizonte de projeção.

O Gráfico 6.7 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o exercício de projeção do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto –, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento projetado do PIB acumulado em quatro trimestres é de 0,7% para 2014 (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 1,2% para o acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2015.

Indicador de Condições de Mercado de Trabalho[1]

A taxa de desemprego figura entre os indicadores mais relevantes na formulação da política monetária, dentre outros aspectos, por carregar conteúdo informacional sobre a posição da economia no ciclo econômico. Apesar de sua importância, essa informação sobre o estado do mercado de trabalho deve ser complementada por outras constantes em diferentes indicadores, principalmente em momentos em que, em seu conjunto, os indicadores oferecem sinais divergentes sobre o desempenho do mercado de trabalho.

Como ilustração, nota-se que recentemente, enquanto a taxa de desemprego tem se posicionado em patamares historicamente baixos e os ganhos salariais são elevados, sugerindo baixa ociosidade no mercado de trabalho, o recuo na geração de postos de trabalho e na taxa de participação aponta em direção oposta. Em princípio, outros desenvolvimentos podem ajudar a explicar essa discrepância, por exemplo, alteração no perfil etário de trabalhadores, mudança na qualificação, e, nesse sentido, compõem o conjunto de informação sobre as condições do mercado de trabalho. Dito de outra forma, todos esses elementos podem afetar o custo marginal de produção das empresas e representar fontes de pressão inflacionária.

Este boxe apresenta um Indicador de Condições de Mercado de Trabalho (ICMT) para o Brasil. A metodologia utilizada agrega informações de diferentes variáveis por meio da análise de componentes principais (PCA) [2,3]. Com isso, procura-se capturar o movimento comum das séries, que, de um lado, reflita as condições gerais desse mercado e, de outro, seja interpretado como medida de custo marginal do trabalho.

1/ Este boxe é baseado no artigo "*Labor Market Conditions Indicators for Brazil*", de Waldyr Areosa, Arnildo Correa, Flávia Graminho e Wagner Gaglianone, a ser divulgado na série de Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil.

2/ PCA consiste em transformar matematicamente um conjunto original de variáveis em outro conjunto (de mesma dimensão). As variáveis desse novo conjunto, denominadas "componentes principais", são independentes entre si e estimadas com o objetivo de reter, em ordem de estimação, o máximo de informação em termos da variação total contida nos dados. Cada componente principal é uma combinação linear das variáveis originais, e a primeira componente principal apresenta a maior variação comum dos dados. Vide Johnson e Wichern (1992).

3/ A metodologia utilizada é próxima à utilizada em Barnes *et al*. (2007)

Tabela 1 – Variáveis selecionadas

Grupos	Total	Séries temporais
I – Quantidade	32	Taxas de desemprego - IBGE (Brasil, Recife, Salvador, BH, RJ, SP, Porto Alegre); Taxa desemp. setorial (indústria, construção, comércio, adm. pública, serviços, serv. domésticos, outros serviços); Desempregados (%) por tempo de procura de trabalho (2 anos ou mais); Pessoas de 10 anos ou mais (que saíram do trabalho no último ano; subocupadas por insuficiência de horas trabalhadas); Número de horas pagas (total; por trab.); Pessoal ocupado assalariado; Vagas formais criadas no mês (Caged); Emprego e horas trabalhadas, Indústria (CNI); Taxas de desemprego aberto - DIEESE (PED, SP, BH, Porto Alegre, Recife, Salvador); População Economicamente Ativa - IBGE (Brasil, SP); Taxa de atividade: PEA/PIA;
II – Preços	6	Rendimento médio real do trabalho principal - IBGE (habitual, hab. com carteira, hab. sem carteira, efetivo); Folha de pagamento real - IBGE (total, por trabalhador)
III – Longo Prazo	2	Proporção de jovens na PEA, abaixo de 24 anos de idade (IBGE); Taxa de crescimento da PIA (em 12 meses)
IV – Conjuntura	5	Admissões + demissões (Caged); Tempo de procura por trabalho, pop. desemp. - DIEESE (BH, PoA, Salv., SP)
V – Qualidade	2	Percentual de pessoas ocupadas - IBGE (com menos de 3 anos de estudo; com mais de 8 anos de estudo).

O primeiro passo consiste na escolha das variáveis. Com o objetivo de introduzir alguma estrutura econômica, as variáveis foram distribuídas em cinco grupos: quantidade, preço (i.e., salários), outros fatores conjunturais, fatores de longo prazo e qualidade da mão de obra, conforme consta na Tabela 1, utilizando o período de janeiro de 2003 a junho de 2014.

Como segundo passo, para que aumentos no ICMT pudessem ser interpretados como elevação no custo marginal do trabalho, os sinais de algumas séries foram invertidos[4]. Além disso, foi aplicado tratamento para sazonalidade e não estacionariedade e, em alguns casos, consideraram-se as médias móveis de seis meses (aplicando-se tratamento de suavização).

Num terceiro momento, todas as séries foram normalizadas, com a retirada da média amostral e divisão pelo respectivo desvio-padrão.

Por último, o ICMT foi construído como a média ponderada das séries normalizadas (com o sinal apropriado), segundo duas estratégias de ponderação: i) pesos iguais; e ii) pesos obtidos via componentes

4/ Tiveram sinal mantido as seguintes séries: número de horas pagas (total, por trabalhador); pessoal ocupado assalariado; vagas formais criadas no mês (Caged); emprego e horas trabalhadas na indústria (CNI); rendimento médio real do trabalho principal (IBGE – habitual com carteira, habitual sem carteira, efetivo); folha de pagamento real (IBGE – total, por trabalhador); Admissões + demissões (Caged); Percentual de pessoas ocupadas (IBGE – com mais de 8 anos de estudo). Inversão de sinal foi aplicada às demais séries.

principais. Diversas especificações foram construídas usando as duas primeiras componentes principais das 47 variáveis selecionadas[5] e as duas primeiras componentes principais de cada um dos cinco grupos de variáveis da Tabela 1.

Para efeito de comparação e análise, foram construídos seis indicadores, da seguinte forma, como mostra a Tabela 2: 1) média simples de todas as séries (pesos iguais entre todas as variáveis); 2) primeira componente principal das 47 variáveis; 3) média ponderada das duas primeiras componentes principais das 47 variáveis, com pesos dados pelos autovalores estimados; 4) média simples das primeiras componentes principais das séries em cada categoria (pesos iguais entre os grupos de variáveis); 5) primeira componente principal das primeiras componentes principais das séries em cada categoria; e 6) média ponderada das duas primeiras componentes principais das primeiras componentes principais em cada categoria, utilizando como fator de ponderação os respectivos autovalores estimados.

Tabela 2 – Descrição dos indicadores

Nome do indicador	Pesos	Séries
ICMT 1	Iguais	Todas (47)
ICMT 2	1ª componente principal	Todas (47)
ICMT 3	Soma ponderada da 1ª e 2ª componentes principais	Todas (47)
ICMT 4	Iguais	1ª componente principal de cada grupo (5)
ICMT 5	1ª componente principal	1ª componente principal de cada grupo (5)
ICMT 6	Soma ponderada da 1ª e 2ª componentes principais	1ª componente principal de cada grupo (5)

A Tabela 3 apresenta os pesos atribuídos a cada grupo de variáveis utilizando os métodos de agregação anteriormente descritos. Cabe notar que, como o grupo "quantidade" reúne 32 variáveis, tem peso significativo nos índices ICMT1, ICMT2 e ICMT3, que diminui nos demais indicadores (ICMT4, ICMT5 e ICMT6), em decorrência dos métodos de agregação utilizados.

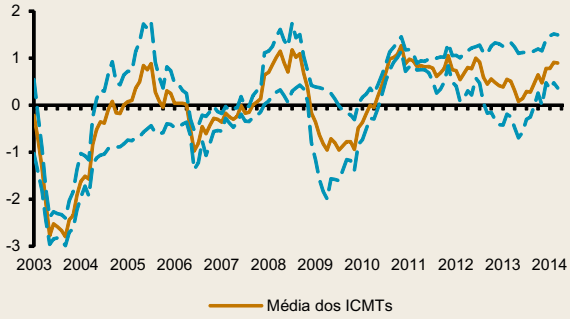
Para evitar efeito de escala na comparação das medidas, os ICMTs são normalizados, de modo que todos apresentem média zero e desvio-padrão unitário.

5/ As duas primeiras componentes principais explicam cerca de 42% da variação total do grupo de séries normalizadas.

Tabela 3 – Importância relativa dos grupos de variáveis

	Nº de variáveis	ICMT 1	ICMT 2	ICMT 3	ICMT 4	ICMT 5	ICMT 6
1 - Quantidade	32	68,1%	78,8%	70,6%	20,0%	11,4%	26,1%
2 - Preços	6	12,8%	10,4%	15,5%	20,0%	21,1%	22,5%
3 - Longo Prazo	2	4,3%	1,5%	4,1%	20,0%	29,9%	21,4%
4 - Conjuntura	5	10,6%	7,2%	5,1%	20,0%	7,0%	7,0%
5 - Qualidade	2	4,3%	2,1%	4,7%	20,0%	30,6%	23,0%
Soma	47	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Gráfico 1 – ICMTs (média, máximo e mínimo)[1/]



1/ As linhas tracejadas denotam os ICMTs máximo e mínimo.

O Gráfico 1 apresenta a média dos seis indicadores descritos na Tabela 2, além do valor máximo e mínimo em cada ponto do tempo. De modo geral, a dinâmica temporal de todos os indicadores é semelhante.

Os exercícios sugerem que fatores como qualidade e composição da mão de obra, rotatividade e rendimentos do trabalhador, crescimento da população, dentre outros, além da própria taxa de desemprego, são importantes para a avaliação do mercado de trabalho. Ao considerar esses aspectos, o ICMT constitui uma medida sintética de mudanças nas condições do mercado de trabalho e, consequentemente, no custo marginal das empresas e na inflação.

Referências

AREOSA, W., CORREA, A., GRAMINHO, F. e GAGLIANONE, W. (2014). "Labor Market Conditions Indicators for Brazil", mimeo.

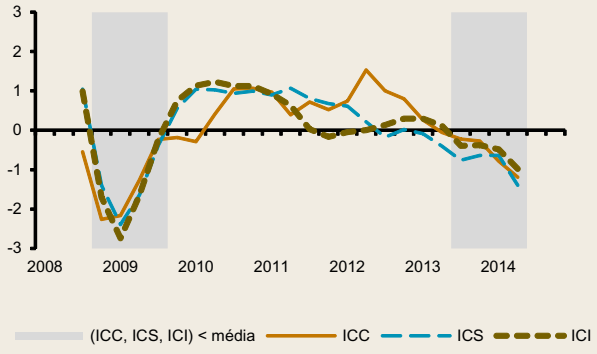
BARNES, M., CHAHROUR, R., OLIVEI, G., TANG, G. (2007). "A Principal Components Approach to Estimating Labor Market Pressure and Its Implications for Inflation", Federal Reserve Bank of Boston, Public Policy Briefs n.07-2.

JOHNSON, R.A. e WICHERN, D.W. (1992). "Applied Multivariate Statistical Analysis", Prentice-Hall, New Jersey, USA.

Índices de Confiança e Variáveis Macroeconômicas

Índices de confiança são medidas que visam, por construção, refletir a percepção de determinados grupos de agentes sobre a situação presente e futura da economia. Em razão da importância desses indicadores, em recente boxe avaliou-se o poder preditivo de curto prazo de diversos índices de confiança[1]. Dando seguimento a essa análise, o objetivo deste boxe é identificar relações empíricas de diferentes índices de confiança entre si e deles com a atividade econômica e a inflação, em um horizonte mais longo.

Gráfico 1 – Indices de confiança



O Gráfico 1 apresenta as séries normalizadas, a partir de 2008T3, de três índices de confiança calculados pela Fundação Getulio Vargas (FGV): (i) Índice de Confiança da Indústria (ICI); (ii) Índice de Confiança do Consumidor (ICC); e (iii) Índice de Confiança de Serviços (ICS). No Gráfico 1, as duas áreas sombreadas apontam os períodos em que os três índices encontram-se simultaneamente abaixo da respectiva média no período, a saber: 2008T4 a 2009T3 e a partir de 2013T3 até o último dado disponível, 2014T2.

No que se refere a relações empíricas entre diferentes índices de confiança, as evidências sugerem existência de causalidade entre os indicadores investigados. A Tabela 1 apresenta os resultados de testes de causalidade de Granger, com frequência mensal e duas defasagens, entre os índices de confiança analisados, com ajuste sazonal. Os resultados sugerem, com um nível de significância de 10%, a existência de antecedência temporal[2] circular entre os três índices de confiança, da seguinte forma: ICI → ICS → ICC → ICI.

Uma possível explicação para tal resultado, sob o ponto de vista econômico, seria a própria cadeia de ciclo produtivo. Afinal, um choque negativo (positivo) de confiança iniciado no setor industrial pode ter impacto (por exemplo, via redução (aumento) de oferta setorial)

1/ Ver boxe "Avaliando o Poder Preditivo de Curto Prazo dos Índices de Confiança", no Relatório de Inflação de dezembro de 2013.

2/ A seta indica causalidade de Granger unidirecional entre duas variáveis. Por exemplo, X → Y indica que X Granger-causa Y.

Tabela 1 – Teste de causalidade de Granger

Hipótese Nula (Ho)	Número de Observações [1/]	Estatística F	p-valor
ICC não Granger-causa ICI	103	2,73	0,07
ICI não Granger-causa ICC	103	1,28	0,28
ICS não Granger-causa ICI	70	0,39	0,68
ICI não Granger-causa ICS	70	10,06	0,00
ICS não Granger-causa ICC	70	5,91	0,00
ICC não Granger-causa ICS	70	2,38	0,10

1/ Amostra de set/2005 até mai/2014 para os testes entre ICC e ICI e jun/2008 até mai/2014 para os demais testes.

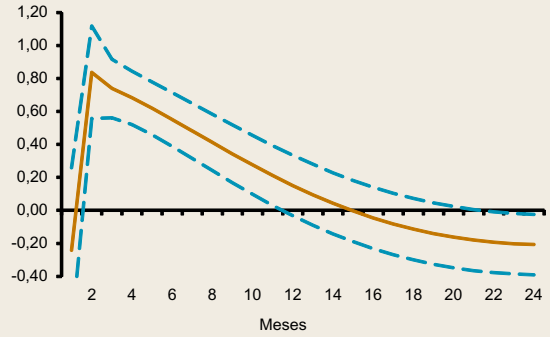
em um setor intermediário (como o de serviços para a indústria), eventos que, no final da cadeia, poderiam afetar trabalhadores dos dois setores, via redução (aumento) da oferta de emprego e/ou de salários.

Além disso, cabe argumentar que decisões de consumo dos trabalhadores (por exemplo, alterações na demanda agregada) são monitoradas pelos produtores, podendo afetar a confiança da indústria, fechando, dessa forma, o ciclo observado de causalidade, no sentido de Granger, entre os índices analisados.

Em outra perspectiva, assimetria de informação, diferenças nas funções objetivo dos agentes econômicos e mecanismos defasados de transmissão de choques na economia poderiam explicar a antecedência temporal observada entre os índices de confiança.

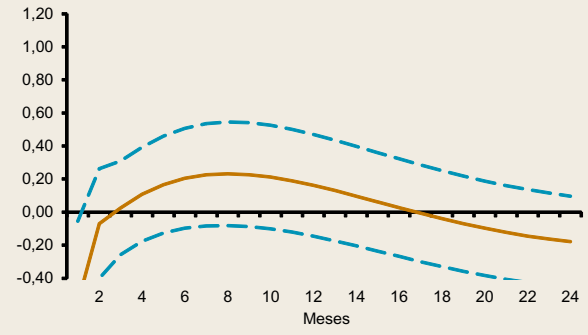
No que diz respeito à relação entre os índices de confiança e variáveis macroeconômicas, as evidências também indicam retroalimentação e ambiguidade. De fato, se por um lado, recuo no ritmo de atividade econômica ou aumento na inflação podem gerar diminuição de confiança na economia; por outro, perda de confiança dos agentes na situação econômica pode afetar a tomada de decisões empresariais, determinar redução de investimentos, que tende a se traduzir em moderação do ritmo de atividade, redução da oferta de emprego e recuo da inflação. Pelo ângulo do consumo, um consumidor menos confiante tende a conter gastos ao se defrontar com perspectiva de moderação de ganhos futuros, o que tende a conter pressões de preços.

Gráfico 2A – Função Resposta a Impulso[1/]



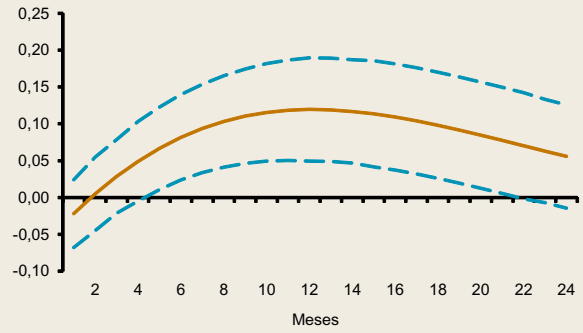
1/ Resposta do hiato da produção industrial ao choque de confiança da indústria.
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 2B – Função Resposta a Impulso[1/]



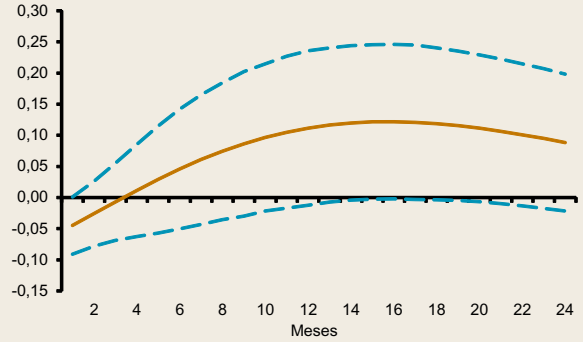
1/ Resposta do hiato da produção industrial ao choque de confiança do consumidor.
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 3A – Função Resposta a Impulso[1/]



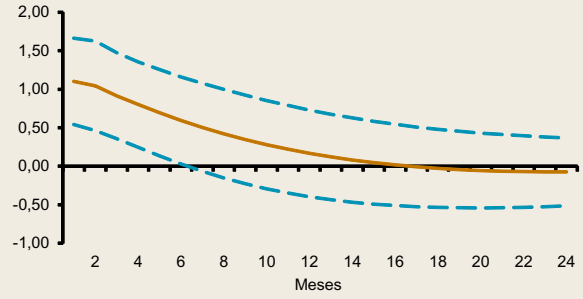
1/ Resposta da inflação ao choque de confiança da indústria.
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 3B – Função Resposta a Impulso[1/]



1/ Resposta da inflação ao choque de confiança do consumidor.
As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 4 – Função Resposta a Impulso[1/]



1/ Resposta do choque de confiança do consumidor a um choque de confiança da indústria. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

A fim de capturar o efeito líquido de variações nos índices de confiança sobre atividade econômica e inflação ao longo do tempo, estimou-se um modelo de Vetores Autoregressivos (VAR) com frequência mensal e quatro variáveis: (i) inflação ao consumidor (IPCA); (ii) ICC; (iii) ICI[3]; e (iv) hiato de uma proxy da atividade econômica (produção industrial)[4]. Seguindo o critério de informação de Schwarz, os modelos VAR foram estimados com uma defasagem para a proxies de atividade[5].

Estimados os modelos, foram construídas funções de resposta a impulso (choque) da confiança do consumidor e da indústria (impulso generalizado[6]) e os impactos sobre inflação e hiato. A análise dos Gráficos 2A, 2B, 3A e 3B, 4 e 5 indica que: (i) choques nos índices de confiança do consumidor e da indústria têm efeitos diferentes sobre a inflação e a atividade econômica – o ICI afeta hiato da produção industrial e inflação positiva e significativamente por vários meses, ao passo que o ICC não afeta significativamente essas duas variáveis; (ii) o ICI afeta significativamente o hiato da produção industrial do segundo mês ao décimo primeiro mês após o choque; e a inflação, do quinto ao vigésimo segundo mês; e (iii) as evidências indicam que choques na confiança do consumidor afetam a confiança da indústria, e vice-versa, o que corrobora a hipótese de antecedência temporal sugerida pelos testes de causalidade de Granger.

Cabe destacar que os exercícios apontam, ainda, ambiguidade na relação entre inflação e índices de confiança, em particular, o ICI. Nesse sentido, em resposta a um aumento na inflação, o ICI recua a partir do segundo mês e se recupera somente a partir do décimo mês após o choque (Gráfico 6). Por outro lado, um recuo no ICI leva a uma redução da inflação a partir do quinto mês, por sua vez, precedida de alargamento do hiato da produção industrial (Gráficos 2A e 3A). Ao mesmo tempo, o ICC não tem efeitos diretos sobre a inflação, e vice-versa (Gráficos 3B e 7).

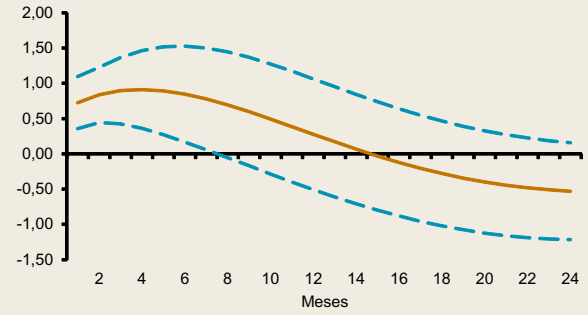
3/ O Índice de Confiança dos Serviços não foi utilizado na estimação devido ao pequeno tamanho da amostra, com início em junho de 2008.

4/ Alternativamente, foi utilizado o hiato do IBC-Br como *proxy* de atividade econômica, com resultados qualitativamente semelhantes ao hiato da produção industrial.

5/ A amostra considerada para o modelo com produção industrial engloba o período de junho/1995 a fevereiro/2014, enquanto a do modelo com o IBC-BR, de março/2003 a março/2014.

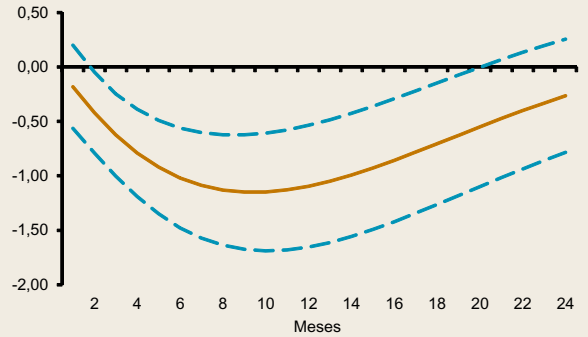
6/ Adota-se a técnica de Pesaran e Shin (1998) na construção das funções resposta a impulso (aplicando um choque de um desvio-padrão das inovações), dado que essa metodologia gera um conjunto ortogonal de inovações que não depende da ordenação das variáveis do modelo.

Gráfico 5 – Função Resposta a Impulso[1/]



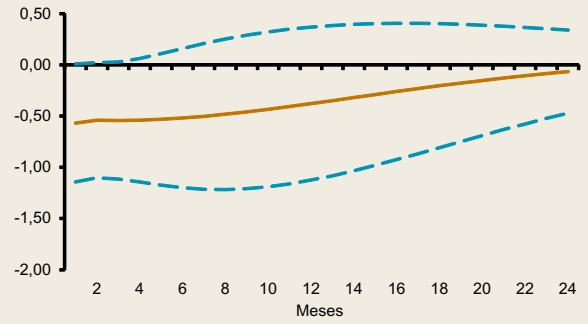
1/ Resposta do choque de confiança da indústria a um choque de confiança do consumidor. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 6 – Função Resposta a Impulso[1/]



1/ Resposta do choque de confiança da indústria a um choque na inflação. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Gráfico 7 – Função Resposta a Impulso[1/]



1/ Resposta do choque de confiança do consumidor a um choque na inflação. As linhas pontilhadas denotam o intervalo de confiança de 95%.

Em resumo, este boxe apresenta evidência da existência de causalidade entre os índices de confiança (indústria, serviços e consumidor), bem como de circularidade entre eles. Adicionalmente, as evidências sugerem que choques na confiança da indústria têm efeitos sobre inflação e atividade econômica, enquanto choques na confiança do consumidor não apresentariam efeitos diretos significativos sobre essas variáveis.

Referências

PESARAN, H.H. e SHIN, Y. (1998). "Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models", Economics Letters, 58(1), 17-29.

Anexo

Notas da 184ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 15 e 16/7/2014
Local: Sala de reuniões do 8º andar (15/7) e do 20º andar (16/7) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF
Horário de início: 16h43 (15/7) e 17h10 (16/7)
Horário de término: 19h22 (15/7) e 20h05 (16/7)

Presentes:
Membros do Copom
Alexandre Antonio Tombini – Presidente
Aldo Luiz Mendes
Altamir Lopes
Anthero de Moraes Meirelles
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Luiz Awazu Pereira da Silva
Luiz Edson Feltrim
Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 15/7)
Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 16/7)
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento das Reservas Internacionais
Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 15/7)
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a economia internacional, no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo governo para a inflação.

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,40% em junho, 0,14 ponto percentual (p.p.) acima da registrada em junho de 2013 e 0,06 p.p. abaixo

da registrada em maio de 2014. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses se deslocou para 6,52% em junho (6,70% em junho de 2013), com preços livres aumentando 7,31% (8,28% em junho de 2013), e preços administrados, 3,94% (1,77% em junho de 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 6,94% em doze meses (6,75% em junho de 2013), e os de não comercializáveis, 7,63% (9,63% em junho de 2013). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 7,50% em doze meses até junho (12,80% em junho de 2013), e os dos serviços, 9,20% (8,64% até junho de 2013). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, deslocou-se de 0,54% em maio para 0,62% em junho, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,76% (0,33 p.p. acima da registrada em junho de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,50% em maio para 0,61% em junho; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,42% para 0,73%; e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,54% para 0,71%. Por sua vez, o núcleo do IPCA por médias aparadas sem suavização passou de 0,58% para 0,47%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,64% para 0,56%. O índice de difusão situou-se em 61,4% em junho (6,1 p.p. acima do registrado em junho de 2013).

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), após recuar 0,45% em maio, recuou 0,63% em junho, com variação acumulada em doze meses de 5,77% (6,28% em junho de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 5,24% em doze meses (6,02% em junho de 2013): 4,54% no segmento de produtos agropecuários e 5,51% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 6,55% em doze meses até junho (6,22% em junho de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 7,23% (8,00% em junho de 2013), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 7,89% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), diminuiu 0,24% em maio, com a variação em doze meses passando a 6,59%. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória futura da inflação.

4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em abril de 2014, o IBC-Br variou -2,29% em relação a abril de 2013 e, ajustado sazonalmente, 0,12% em relação ao mês anterior. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil apontou estabilidade da atividade econômica em junho, com recuo no setor manufatureiro contrabalançado por expansão no setor de serviços. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getulio Vargas (FGV), subiu 1,0% entre maio e junho de 2014, mas segue em tendência declinante. Já a confiança do empresário industrial, medida pelo Índice de Confiança da Indústria (ICI), recuou 3,9% em junho e atingiu o menor nível desde maio de 2009. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) também recuou entre maio e junho (0,7%), para o mais baixo patamar desde abril de 2009. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta, em junho, crescimento de 2,3% na produção de grãos em 2014, em relação a 2013.

5. O Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado cresceu 0,2% no primeiro trimestre de 2014, após crescer 0,4% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a taxa de expansão se deslocou para 1,9% no primeiro trimestre (de 2,2% no quarto trimestre). Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias recuou 0,1% no

primeiro trimestre de 2014 ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 2,2% em relação ao mesmo trimestre de 2013. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 0,7% na margem e 3,4% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 2,1% tanto em relação ao trimestre anterior quanto em relação ao mesmo trimestre de 2013.

6. A atividade fabril, após recuar 0,3% em abril, recuou 0,6% em maio, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Na série sem ajuste sazonal, houve diminuição de 3,2% em maio em relação ao mesmo mês do ano anterior. Assim, o setor industrial acumulou variação negativa de 1,6% nos cinco primeiros meses do ano. Resultados negativos foram observados em três das quatro grandes categorias econômicas e em 15 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação aumentou 0,3% de abril para maio de 2014, de acordo com a série livre de influências sazonais. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, aponta retração da produção brasileira em junho.

7. Entre as categorias de uso, comparando-se os níveis de produção de maio com os registrados em abril, de acordo com a série com ajuste sazonal, houve recuo em bens de capital (2,6%), bens de consumo duráveis (3,6%) e bens intermediários (0,9%). Apenas no segmento de bens de consumo semi e não duráveis ocorreu aumento de produção (1,0%). Comparando-se os níveis de produção de maio com os registrados no mesmo mês de 2013, houve queda na produção de bens de consumo duráveis e de bens de capital, de 11,2% e 9,7%, respectivamente. O segmento de bens intermediários (-2,8%) também registrou resultado negativo nesse mês, mas em intensidade menor do que a média nacional (-3,2%), enquanto o setor produtor de bens de consumo semi e não duráveis, com expansão de 0,8%, apontou o único resultado positivo.

8. O IBGE divulgou resultados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referentes a maio de 2014 para apenas quatro das seis regiões metropolitanas usualmente pesquisadas, em razão de paralisação de servidores. Nesse sentido, ainda serão conhecidos os dados relativos a Salvador e a Porto Alegre. A taxa de desocupação ficou estável nas quatro regiões divulgadas, em relação ao mês anterior. Em relação a maio de 2013, a taxa declinou 1,8 p.p. no Rio de Janeiro e 1,2 p.p. em São Paulo. Em Recife e Belo Horizonte, o cenário foi de estabilidade. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 58,8 mil postos de trabalho formais em maio, a menor geração líquida para o mês desde 1992. Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora na margem as evidências apontem acomodação.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 4,8% em maio, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, registrou acréscimo de 0,9% em maio, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de 0,5% e -0,3%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 2,2%, com expansão em oito dos dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, diminuiu em junho, tanto no subíndice sobre situação presente quanto no relativo aos meses seguintes. O índice médio do trimestre ficou em 114,7 pontos, o menor da série histórica iniciada em março de 2010. O Copom avalia que a trajetória do comércio continuará sendo influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real e pela expansão moderada do crédito.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 83,3% em junho e, na série dessazonalizada, 83,5%. Entre as categorias de uso da indústria, as que mostram Nuci mais elevado, de acordo com as séries com ajuste sazonal, são material para construção (89,7%) e bens intermediários (85,1%), seguidas por bens de consumo duráveis (83,6%),

bens de consumo não duráveis (82,0%) e bens de capital (80,0%). Por sua vez, a absorção de bens de capital cresceu 2,9% no período de doze meses encerrado em maio.

11. O saldo da balança comercial atingiu US$3,1 bilhões em doze meses até junho. Esse resultado adveio de exportações de US$238,3 bilhões e de importações de US$235,2 bilhões, com recuo de 0,6% e avanço de 2,0%, respectivamente, em relação ao acumulado até junho de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US$81,9 bilhões em maio, equivalente a 3,6% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$66,5 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,9% do PIB.

12. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes, com alguma moderação no ritmo no caso das últimas. Especificamente sobre a Europa, em que pesem avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Em relação à política monetária, o banco central norte-americano (*Federal Reserve*) deu continuidade à redução da compra de ativos e, de modo geral, prevalecem posturas acomodatícias nas economias maduras. Nas economias emergentes, prevalecem posturas de política monetária relativamente menos acomodatícias. A inflação continua em níveis moderados ou baixos nas economias maduras; e, nas emergentes, em níveis mais elevados.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US$110 desde a reunião anterior do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas caíram 2,34%, e os preços das *commodities* metálicas aumentaram 0,58%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 2,8% em doze meses até junho de 2014.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

14. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.

15. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 5% em 2014, mesmo valor considerado na reunião do Copom de maio. Essa projeção considera variações ocorridas, até junho, nos preços da gasolina (0,7%) e do gás de bujão (0,7%), bem como hipóteses de redução de 3,8% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 14% nos preços da energia elétrica. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). Com base nesses modelos, projeta-se variação de 6% para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em 2015, ante 5% considerados na reunião do Comitê de maio; e de 4,8% em 2016.

16. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 21 pontos base (p.b.) e 6 p.b. para o quarto trimestre de 2014 e de 2015, respectivamente.

17. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros estabelecidos na Lei de Diretrizes

Orçamentárias (LDO)/2014 e no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2015, respectivamente. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

18. Desde a reunião anterior do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2014 ficou estável. Para 2015, a mediana das projeções de inflação elevou-se de 6,00% para 6,10%.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R$2,20/US$ e da taxa Selic em 11,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2014 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião anterior, e permanece acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2014 também se elevou em relação ao valor considerado na reunião de maio e permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, em ambos os cenários, a projeção de inflação elevou-se em relação ao valor considerado na reunião do Copom de maio e se encontra acima do valor central da meta.

Implementação da política monetária

20. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.

21. À vista disso, o Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar de forma mais duradoura a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

22. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. Para o Comitê, não obstante dados recentemente divulgados terem se mostrado menos positivos do que se antecipava, mantiveram-se as perspectivas de atividade global mais intensa ao longo do horizonte

relevante para a política monetária. Há avanços nas economias maduras, com recuperação da atividade em alguns países e intensificação do ritmo de crescimento em outros, não obstante nessas economias, de modo geral, permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal neste e nos próximos anos. Já em importantes economias emergentes, o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. O Comitê destaca ainda que, a despeito de pressões localizadas recentemente observadas, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities* nos mercados internacionais; bem como que, nos mercados de moedas, existem evidências de tensão e de volatilidade.

23. O Copom pondera que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a ser menos intenso este ano, em comparação ao de 2013, e que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O Comitê nota que as taxas de expansão da absorção interna têm sido maiores do que as do PIB, mas que as evidências sugerem convergência. Nesse contexto, o consumo tende a crescer em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes; e os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria, e também da agropecuária; e o setor de serviços tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. Para o Comitê, é plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços na qualificação da mão de obra e ao programa de concessão de serviços públicos – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade. O Comitê ressalta, ainda, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

24. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais e que se criam condições para que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, de um lado, contribuiria para arrefecer o descompasso entre as taxas de crescimento da demanda e da oferta; de outro, contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Importa destacar, também, que a geração de *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes contribuiria para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado no médio e no longo prazo.

25. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. Importa destacar que, após anos em forte expansão – arrefecida com a introdução de medidas macroprudenciais em finais de 2010 – o mercado de crédito voltado ao consumo passou por uma moderação, de modo que, nos últimos trimestres observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

26. No mercado de fatores, o Copom destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e pondera que, em tais circunstâncias, um risco significativo reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a inflação. Não obstante a concessão este ano de reajuste para o salário mínimo não tão expressivo quanto em anos anteriores, bem como a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários mais condizentes

com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos.

27. O Copom pondera que a elevada variação dos índices de preços ao consumidor nos últimos doze meses contribui para que a inflação ainda mostre resistência. Concorrem para isso dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, as condições monetárias foram apertadas, mas o Comitê avalia que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, é plausível afirmar que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados.

28. Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, neste momento, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés.

29. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

30. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a registrar ritmo moderado de expansão, devido aos efeitos de fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras relativamente favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, tendem a favorecer a ampliação dos investimentos. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

31. O Copom avalia que pressões inflacionárias ora presentes na economia – a exemplo das decorrentes dos processos de realinhamentos de preços citados anteriormente e de ganhos salariais incompatíveis com ganhos de produtividade – tendem a arrefecer ou, até mesmo, a se esgotarem ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Em prazos mais curtos, some-se a isso o deslocamento do hiato do produto para o campo desinflacionário. Ainda assim, o Comitê antecipa cenário que contempla inflação resistente nos próximos trimestres, mas, que, mantidas as condições monetárias – isto é, levando em conta estratégia que não contempla redução do instrumento de política monetária – tende a entrar em trajetória de convergência para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção.

32. Nesse contexto, o Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária.

33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 2 de setembro de 2014, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 24.064, de 12 de junho de 2013.

Notas da 185ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 2 e 3/9/2014
Local: Sala de reuniões do 8º andar (2/9) e do 20º andar (3/9) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF
Horário de início: 16h19 (2/9) e 16h43 (3/9)
Horário de término: 19h28 (2/9) e 19h22 (3/9)

Presentes:
Membros do Copom
Alexandre Antonio Tombini – Presidente
Aldo Luiz Mendes
Altamir Lopes
Anthero de Moraes Meirelles
Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Luiz Awazu Pereira da Silva
Luiz Edson Feltrim
Sidnei Corrêa Marques

Chefes de Departamento (presentes em 2/9)
Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais
Daso Maranhão Coimbra – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos
Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 3/9)
João Henrique de Paula Freitas Simão – Departamento de Operações do Mercado Aberto
Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento das Reservas Internacionais
Renato Jansson Rosek – Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 2/9)
Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa
Otávio Ribeiro Damaso – Chefe de Gabinete da Presidência
Rodrigo Lage de Araújo – Coordenador do Departamento Econômico

Os membros do Copom analisaram a evolução recente e as perspectivas para a economia brasileira e para a economia internacional, no contexto do regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo governo para a inflação.

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,01% em julho, 0,02 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada em julho de 2013 e 0,39 p.p. abaixo da registrada em junho de 2014. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses se deslocou para 6,50% em julho (6,27% em julho de 2013), com preços livres aumentando 7,07% (7,86% em julho de 2013), e

preços administrados, 4,63% (1,31% em julho de 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 7,11% em doze meses (6,81% em julho de 2013), e os de não comercializáveis, 7,04% (8,80% em julho de 2013). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 7,70% em doze meses até julho (11,41% em julho de 2013), e os dos serviços, 8,45% (8,48% até julho de 2013). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, deslocou-se de 0,62% em junho para 0,19% em julho, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,66% (0,40 p.p. acima da registrada em julho de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,61% em junho para 0,21% em julho; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,73% para 0,01%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,71% para 0,19%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,47% para 0,17%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,56% para 0,35%. O índice de difusão situou-se em 59,0% em julho (3,9 p.p. acima do registrado em julho de 2013).

3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), após recuar 0,63% em junho, diminuiu 0,55% em julho, com variação acumulada em doze meses de 5,05% (4,84% em julho de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 3,97% em doze meses (4,02% em julho de 2013), 1,88% no segmento de produtos agropecuários e 4,76% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 6,85% em doze meses até julho (5,80% em julho de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 7,51% (7,80% em julho de 2013), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 8,48% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), diminuiu 0,29% em julho, com variação em doze meses de 3,45%. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória da inflação.

4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em junho de 2014, o IBC-Br variou -2,15% em relação a junho de 2013 e, ajustado sazonalmente, -1,48% em relação ao mês anterior. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil atingiu 49,6 em agosto, indicando declínio marginal na produção do setor privado pelo quinto mês consecutivo, com o primeiro aumento na produção do setor industrial desde março sendo parcialmente contrabalançado pela queda moderada na atividade do setor de serviços. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da Fundação Getulio Vargas (FGV), após avançar por dois meses, recuou 4,3% em agosto, atingindo o menor patamar desde abril de 2009. Já o Índice de Confiança da Indústria (ICI) e o Índice de Confiança de Serviços (ICS), ambos da FGV, recuaram em agosto pelo oitavo mês consecutivo e encontram-se no menor patamar desde abril de 2009. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta, em julho, crescimento de 2,6% na produção de grãos em 2014, em relação a 2013.

5. O Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado contraiu 0,6% no segundo trimestre de 2014, após recuar 0,2% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a variação foi de -0,9% no segundo trimestre (1,9% no primeiro trimestre). Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias avançou 0,3% no segundo trimestre de 2014 ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 1,2% em relação ao mesmo

trimestre de 2013. Por sua vez, o consumo do governo recuou 0,7% na margem e cresceu 0,9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 5,3% em relação ao trimestre anterior e 11,2% em relação ao mesmo trimestre de 2013.

6. Após cinco meses consecutivos de queda, a atividade fabril cresceu 0,7% em julho, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Na série sem ajuste sazonal, houve diminuição de 3,6% em julho em relação ao mesmo mês do ano anterior. Assim, o setor industrial acumula variação negativa de 2,8% no ano. Na comparação com igual mês do ano anterior, foram observados resultados negativos em 3 das 4 grandes categorias econômicas e em 16 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação caiu 5,7% de maio para junho de 2014, de acordo com a série livre de influências sazonais. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, aponta, em agosto, a primeira expansão em cinco meses.

7. Entre as categorias de uso, comparando-se os níveis de produção de julho com os registrados em junho, de acordo com a série com ajuste sazonal, o maior avanço ocorreu em bens de consumo duráveis (20,3%), seguido por bens de capital (16,7%) e bens de consumo semi e não duráveis (0,7%). Por outro lado, ocorreu queda em bens intermediários (0,3%). Comparando-se os níveis de produção de julho com os registrados no mesmo mês de 2013, observa-se avanço apenas na produção de bens semi e não duráveis (0,6%). Já os setores de bens duráveis, bens de capital e bens intermediários apresentaram queda de 13,7%, 6,4% e 3,6%, respectivamente.

8. O IBGE divulgou resultados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) referentes a julho de 2014 para apenas 4 das 6 regiões metropolitanas usualmente pesquisadas, em razão de paralisação de servidores. Nesse sentido, ainda serão conhecidos os dados relativos a Salvador e a Porto Alegre. A taxa de desocupação ficou estável em julho nas quatro regiões divulgadas, em relação ao mês anterior. Em relação a julho de 2013, a taxa declinou 1,1 p.p. no Rio de Janeiro, 1,0 p.p. em Recife, 0,9 p.p. em São Paulo e 0,2 p.p. em Belo Horizonte. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 11,8 mil postos de trabalho formais em julho, a menor geração líquida para o mês desde 1999. Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora as evidências apontem acomodação na margem.

9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,8% em junho, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, diminuiu 6,1% em junho, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,7% e -3,6%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio ampliado foi de 1,9%, com expansão em oito dos dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou em agosto, refletindo piora do quadro atual, e atingiu novo mínimo da série histórica iniciada em março de 2010. O Copom avalia que a trajetória do comércio continuará sendo influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real e pela expansão moderada do crédito.

10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 83,6% em agosto e, na série dessazonalizada, 83,2%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de material para construção (88,2%) e de bens intermediários (84,7%), seguidas pelas de bens de consumo duráveis (83,1%), de capital (81,2%) e de consumo não duráveis (80,5%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 0,4% no período de doze meses encerrado em junho.

11. O saldo da balança comercial atingiu US$6,4 bilhões em doze meses até agosto. Esse resultado adveio de exportações de US$239,4 bilhões e de importações de US$233,0 bilhões, com avanço de 0,3% e recuo de 1,3%, respectivamente, em relação ao acumulado até agosto de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US$78,4 bilhões em julho, equivalente a 3,5% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US$64,0 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,8% do PIB.

12. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Particularmente sobre a Europa, em que pesem avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Em relação à política monetária, o banco central norte-americano (*Federal Reserve*) deu continuidade à redução da compra de ativos e, de modo geral, prevalecem posturas acomodatícias nas economias maduras. Nas economias emergentes, prevalecem posturas de política monetária relativamente menos acomodatícias. A inflação continua em níveis moderados ou baixos nas economias maduras; e, nas emergentes, em níveis mais elevados.

13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em patamar próximo a US$105 desde a reunião anterior do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e do fato de o crescimento da oferta depender de projetos de investimentos de longa maturação e de elevado risco. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas e metálicas caíram 2,70% e 0,14%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 1,7% em doze meses até julho de 2014.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

14. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.

15. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 5% em 2014, mesmo valor considerado na reunião do Copom de julho. Essa projeção considera variações ocorridas, até julho, nos preços da gasolina (-0,1%) e do gás de bujão (0,6%), bem como hipóteses de redução de 6,3% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 16,8% nos preços da energia elétrica. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). Com base nesses modelos, projeta-se variação de 6% para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em 2015, mesmo valor considerado na reunião do Comitê de julho; e de 4,9% em 2016, ante 4,8% considerados na reunião de julho.

16. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de 51 pontos base (p.b.) e 0 p.b. para o quarto trimestre de 2014 e de 2015, respectivamente.

17. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário, tanto para 2014 quanto para 2015, conforme parâmetros estabelecidos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)/2014 e no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO)/2015, respectivamente. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2014 passou de 6,48% para 6,27% e, para 2015, de 6,10% para 6,29%.

19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R$2,25/US$ e da taxa Selic em 11,00% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2014 diminuiu em relação ao valor considerado na reunião anterior, mas permanece acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2014 diminuiu em relação ao valor considerado na reunião de julho, mas também permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, em ambos os cenários, as projeções de inflação se mantiveram estáveis, acima da meta; e, nos trimestres iniciais de 2016, as projeções indicam que a inflação entra em trajetória de convergência.

Implementação da política monetária

20. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumentos dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.

21. À vista disso, o Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar, de forma mais duradoura, a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

22. O Copom considera que, desde sua última reunião, os riscos para a estabilidade financeira global permaneceram elevados, em particular, os derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. Para o Comitê, não obstante dados recentemente divulgados terem se mostrado menos positivos do que se antecipava, mantiveram-se as perspectivas de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Há avanços nas economias maduras, com recuperação da atividade em alguns países e intensificação do ritmo de crescimento em outros, apesar de nessas economias, de modo geral, permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição

fiscal neste e nos próximos anos. Já em importantes economias emergentes, o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. O Comitê destaca as evidências de focos de tensão e de volatilidade nos mercados de moedas, bem como as perspectivas de moderação na dinâmica dos preços de *commodities* nos mercados internacionais, a despeito de pressões localizadas recentemente observadas.

23. O Copom pondera que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica tende a ser menos intenso este ano, em comparação ao de 2013. No médio prazo, o Comitê avalia que mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. Nesse contexto, o consumo tende a crescer em ritmo mais moderado do que o observado em anos recentes; e os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria, e também da agropecuária; e o setor de serviços tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. Para o Comitê, é plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços na qualificação da mão de obra e ao programa de concessão de serviços públicos – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade. O Comitê ressalta, ainda, que a velocidade de materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende do fortalecimento da confiança de firmas e famílias.

24. O Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais e que se criam condições para que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuiria para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Importa destacar, também, que a geração de *superavit* primários em patamares próximos à média dos gerados em anos mais recentes contribuiria para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimularia o investimento privado no médio e no longo prazo.

25. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. Importa destacar que, após anos em forte expansão – arrefecida com a introdução de medidas macroprudenciais em finais de 2010 –, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por uma moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

26. No mercado de fatores, o Copom destaca a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho e pondera que, em tais circunstâncias, um risco significativo reside na possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade e suas repercussões negativas sobre a inflação. Não obstante a concessão, este ano, de reajuste para o salário mínimo não tão expressivo quanto em anos anteriores, bem como a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos.

27. Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em parte, a ocorrência de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – realinhamento dos

preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. A propósito, para combater essas e outras pressões inflacionárias, as condições monetárias foram apertadas, mas o Comitê avalia que os efeitos da elevação da taxa Selic sobre a inflação, em parte, ainda estão por se materializar. Além disso, é plausível afirmar que, na presença de níveis de confiança relativamente modestos, os efeitos das ações de política monetária sobre a inflação tendem a ser potencializados.

28. Diante disso, avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés.

29. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim e Sidnei Corrêa Marques.

30. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar relativamente robusta no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a registrar ritmo moderado de expansão, devido a efeitos de fatores de estímulo como o crescimento da renda e a expansão moderada do crédito; de outro, condições financeiras relativamente favoráveis, concessão de serviços públicos, ampliação das áreas de exploração de petróleo, entre outros, tendem a favorecer a ampliação dos investimentos. Esses elementos e os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos são partes importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência tempestiva da inflação para a trajetória de metas.

31. Apesar de a inflação ainda se encontrar elevada, o Copom pondera que pressões inflacionárias ora presentes na economia – a exemplo das decorrentes dos processos de realinhamentos de preços citados anteriormente e de ganhos salariais incompatíveis com ganhos de produtividade – tendem a arrefecer ou, até mesmo, a se esgotarem ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Em prazos mais curtos, some-se a isso o deslocamento do hiato do produto para o campo desinflacionário. Nesse contexto, é plausível afirmar que, mantidas as condições monetárias – isto é, levando em conta estratégia que não contempla redução do instrumento de política monetária –, a inflação tende a entrar em trajetória de convergência para a meta nos trimestres finais do horizonte de projeção.

32. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter vigilante, de modo a minimizar riscos de que níveis elevados de inflação, como o observado nos últimos doze meses, persistam no horizonte relevante para a política monetária.

33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 28 de outubro de 2014, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 24.064, de 12 de junho de 2013.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Alexandre Antonio Tombini
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Altamir Lopes
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Luiz Edson Feltrim
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária

Membros

Alexandre Antonio Tombini
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Altamir Lopes
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Luiz Edson Feltrim
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Demais participantes

Tulio José Lenti Maciel
Chefe do Departamento Econômico – Depec

Eduardo José Araújo Lima
Chefe do Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

João Henrique de Paula Freitas Simão
Chefe do Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

Daso Maranhão Coimbra
Chefe do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira
Chefe do Departamento de Assuntos Internacionais – Depin

Renato Jansson Rosek
Chefe do Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais – Gerin

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ABS	*Asset Backed Security*
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESpar	BNDES Participações S. A.
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BPC	Banco do Povo da China
CAC 40	*Cotation Assistée em Continue*
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CBPP3	*Covered Bonds Purchase Programme*
CDS	*Credit Default Swap*
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	*Commodity Research Bureau*
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	*Deutscher Aktienindex*
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	*Emerging Markets Bond Index Plus*
EPIA	População em Idade Ativa
EPO	Pessoal Ocupado
ETA	Taxa de atividade
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FPR	Fator de Ponderação de Risco
FTSE 100	*Financial Times Securities Exchange Index*
FTSE MIB	*FTSE Milano Italia Borsa Index*
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBEX 35	*Índice Bursatil Español*
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa

IC-Br	Índice de *Commodities* – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICMT	Indicador de Condições de Mercado de Trabalho
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IE	Índice de Expectativas
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
IVA	Imposto sobre o Valor Agregado
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
MFI	Instituições monetárias e financeiras
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PIA	População em Idade Ativa
PIB	Produto Interno Bruto
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PLDO	Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PO	População Ocupada
QE	*Quantitative Easing*
Refis	Programa de Recuperação Fiscal
Reintegra	Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
RM	Região Metropolitana
RTSI	*Russian Trading System Index*
S&P 500	*Standard and Poor's* 500
S&P GSCI	*Standard & Poor's Goldman Sachs*
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TA	Taxa de atividade

TD	Taxa de desemprego
UCI	Utilização da Capacidade Instalada
USDA	Departamento de Agricultura Norte-Americano
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	*Chicago Board Options Exchange Volatility Index*
WTI	*West Texas Intermediate*