

Relatório de Inflação

Dezembro 2014

Volume 16 | Número 4



Relatório de Inflação

Dezembro 2014
Volume 16 | Número 4



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 16	nº 4	dez.	2014	p. 1-103
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 4.

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
1.2 Produção	13
Produção industrial	13
Serviços	14
Índice de atividade do Banco Central	14
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	20
1.5 Investimentos	20
1.6 Conclusão	23
Preços	25
2.1 Índices gerais	25
2.2 Índices de preços ao consumidor	26
2.3 Preços monitorados	26
2.4 Núcleos	27
2.5 Expectativas de mercado	27
2.6 Conclusão	28
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 <i>Commodities</i>	46
4.5 Conclusão	47

Setor externo	49
5.1 Movimento de câmbio	49
5.2 Comércio de bens	49
5.3 Serviços e renda	51
5.4 Conta financeira	52
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	57
5.6 Conclusão	58
 Perspectivas para a inflação	 59
6.1 Determinantes da inflação	60
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	65
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	73
 Boxes	
PME e outros Indicadores do Mercado de Trabalho	16
Revisão da Projeção do PIB para 2014	21
Dinâmica Recente dos Salários e da Inflação no Setor de Serviços	29
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014 e 2015	53
Decompondo a Inflação Implícita	77
 Anexo	 83
 Apêndice	 97

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 considera que, desde o Relatório anterior, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, 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 do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Outra fonte potencial de distúrbio são eventos geopolíticos.

Desde o Relatório anterior – não obstante a heterogeneidade da distribuição entre os grandes blocos econômicos – mantiveram-se as perspectivas de atividade global ganhando intensidade ao longo do horizonte relevante para a política monetária.

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.

Ainda sobre o ambiente externo, o Copom entende ser natural esperar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais sejam transmitidos, ainda que parcialmente, aos ativos domésticos.

No âmbito doméstico, observou-se moderada recuperação da atividade econômica no terceiro trimestre de 2014, com crescimento de 0,1% do Produto Interno Bruto (PIB) em relação ao segundo, de acordo com dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Sob a ótica da oferta, a taxa de variação foi positiva para o setor industrial (1,7%) e para o de serviços (0,5%); e negativa para a agropecuária (1,9%). Em termos de demanda, destacaram-se o crescimento dos investimentos (1,3%) e a contração do consumo das famílias (0,3%).

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 será menos intenso este ano, em comparação com o de 2013. Entretanto, na visão do Comitê, a atividade tende a entrar em trajetória de recuperação no segundo semestre do próximo ano. A propósito, nota que o cenário de crescimento global ao longo do horizonte relevante, combinado com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais, milita no sentido de tornar a demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

Ainda sobre atividade, o Copom avalia que no médio prazo mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. Por exemplo, o consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. Essas mudanças, dentre outras, antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito. Sobre esse mercado, o Comitê destaca que, após anos em forte expansão – arrefecida com a introdução de medidas macroprudenciais em finais de 2010 –, o crédito voltado ao consumo passou por 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. Ainda sobre o mercado de crédito, o Comitê considera oportunas iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito. Além disso, atribui elevada probabilidade a que ações nesse sentido sejam implementadas no horizonte relevante para a política monetária.

No que diz respeito às contas públicas, a moderação do crescimento econômico e a adoção de medidas de incentivo à atividade de setores específicos tiveram impactos significativos sobre a arrecadação de impostos e contribuições este ano. Esse fato, associado ao crescimento de algumas despesas acima do projetado inicialmente, em especial de custeio e de capital, foram determinantes para que o setor público consolidado registrasse *deficit* primário de R\$11,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2014.

O *deficit* em transações correntes totalizou US\$80 bilhões nos onze primeiros meses do ano, 10,4% maior do que em igual período de 2013. Para isso contribuíram, em especial, o *deficit* na balança comercial e a elevação de remessas de lucros. As condições de financiamento do *deficit* em transações correntes permanecem confortáveis. Nesse sentido, note-se que o fluxo de investimento direto –

modalidade de ingresso de capitais externos mais expressiva – atingiu US\$55,8 bilhões até novembro. Prospectivamente, o maior crescimento global, a depreciação do real e a ampliação da produção interna de petróleo deverão contribuir para a reversão do *deficit* na balança comercial; e os fluxos de investimento estrangeiro direto tendem a continuar como principal fonte de financiamento do *deficit* em conta corrente.

A inflação medida pela variação, em doze meses, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 6,56% em novembro, 0,79 ponto percentual (p.p.) acima da registrada até novembro de 2013. De um lado, houve ligeira moderação dos preços livres, que em doze meses acumulam variação de 6,76% (7,31% até novembro de 2013); de outro, importante aceleração dos preços administrados por contrato e monitorados, que variaram 5,83% (0,95% até novembro 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 dezembro de 2014 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,55/US\$, e a meta para a taxa Selic em 11,75% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,4% em 2014, 6,1% em 2015 e 5,0% em 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 6,4% em 2014, 6,0% em 2015 e 4,9% em 2016.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2014, de acordo com o cenário de referência, é de 0,2% (0,5 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 0,6% para o acumulado em quatro trimestres até setembro 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.

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 Copom avalia que a recente intensificação desses ajustes de preços relativos, combinada com pressões de custos salariais e evidências de estímulos fiscais na composição da demanda agregada, entre outros fatores, tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Nesse contexto, o Comitê não descarta elevação da inflação no curto prazo e antecipa que a mesma tende a permanecer elevada em 2015, mas, por outro lado, também antecipa que ainda no próximo ano a inflação entra em longo período de declínio.

O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente 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. Nesse sentido, o Comitê irá fazer o que for necessário para que no próximo ano a inflação entre em longo período de declínio, que a levará à meta de 4,5% em 2016.

Nível de atividade

Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

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

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O PIB cresceu 0,1% no terceiro trimestre de 2014, em relação ao segundo, após dois recuos trimestrais consecutivos, segundo dados dessazonalizados do IBGE. O resultado repercutiu, sob a ótica da oferta, desempenhos positivos dos setores industrial (1,7%) – após quatro recuos consecutivos – e de serviços (0,5%), e recuo de 1,9% na produção da agropecuária. No âmbito da demanda doméstica, destacaram-se a recuperação dos investimentos – após quatro recuos consecutivos – e a contração do consumo das famílias.

Indicadores já divulgados, relacionados à produção industrial e às vendas varejistas, sugerem expansão moderada da atividade no quarto trimestre. Os primeiros prognósticos para o desempenho da safra agrícola em 2015 mostraram-se positivos.

1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado, embora registrassem aumento mensal de 1,7% em outubro, apresentaram estabilidade no trimestre encerrado nesse mês, em relação ao finalizado em julho, quando haviam decrescido 2,0%, no mesmo tipo de comparação, dados dessazonalizados. As vendas aumentaram em seis dos dez segmentos pesquisados, destacando-se as elevações nas de equipamentos e material para escritório e informática (6,4%) e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos e de perfumaria (3,7%). As maiores retrações ocorreram em livros, jornais, revistas e papelaria (2,0%) e móveis e eletrodomésticos (0,5%).

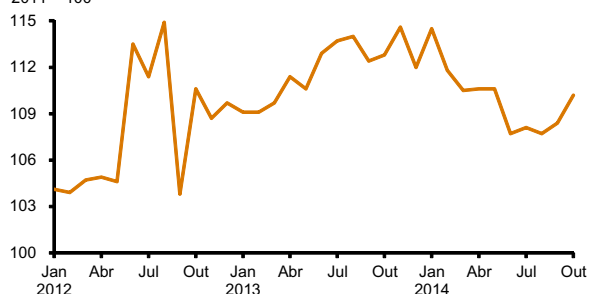
As vendas do comércio varejista¹ cresceram 1,1% no período, após sequência de seis resultados trimestrais negativos. Ocorreram aumentos nas vendas em todas as regiões, com destaque para o Norte (2,3%).

As vendas reais de supermercados, segmento com peso aproximado de 30% na PMC, cresceram 2,0% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao encerrado em julho,

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
2011 = 100



Fonte: IBGE

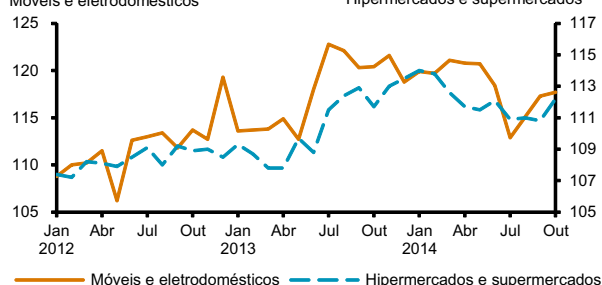
Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados

Dados dessazonalizados

2011 = 100

Móveis e eletrodomésticos

Hipermercados e supermercados

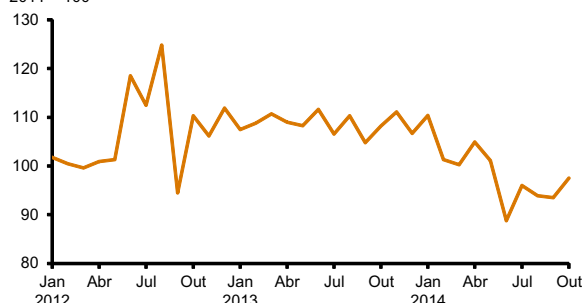


Fonte: IBGE

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

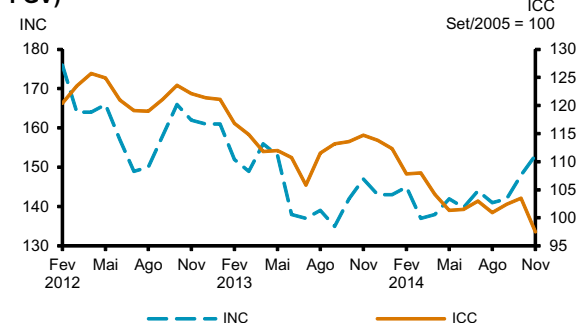
Dados dessazonalizados

2011 = 100



Fonte: IBGE

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



Fontes: ACSP e FGV

segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). Por sua vez, de acordo com a Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), as vendas de automóveis e comerciais leves aumentaram 5,4% no trimestre encerrado em novembro (recoo de 10,1% no terminado em agosto).

O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio – de abrangência nacional e construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa – cresceu 2,0% no trimestre encerrado em novembro, em relação ao finalizado em agosto, quando havia mostrado estabilidade, nesse tipo de comparação.

A inadimplência do consumidor no estado de São Paulo atingiu, em média, 1,6% no trimestre encerrado em novembro (1,2% em igual período de 2013), de acordo com a Associação Comercial de São Paulo (ACSP). Por sua vez, o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor², de abrangência nacional, cresceu, em média, 1,2% no trimestre finalizado em novembro, em relação ao encerrado em agosto, dados dessazonalizados.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 4,2% no trimestre finalizado em novembro, em relação ao encerrado em agosto, posicionando-se no menor nível desde dezembro de 2008. O Índice da Situação Atual (ISA) diminuiu 8,1% e o Índice de Expectativas (IE), 1,2%. Vale destacar que o ICC retraiu 15,0% em relação a novembro de 2013 e atualmente se situa em patamar 16,4 pontos abaixo da média histórica.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, aumentou 3,4% em novembro, em relação ao mês anterior (4,2% em outubro e 0,7% em setembro). Ocorreram elevações no Nordeste (10,1%) e no Sudeste (2,7%), e retrações de 4,8% no Sul e de 3,2% no Norte/Centro-Oeste. O INC variou 4,1% em relação a novembro de 2013, sexto crescimento consecutivo nesta base de comparação.

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), recuou 2,1% em novembro, em relação ao mês anterior (aumentos de 2,1% em outubro e 1,3% em setembro). Contribuíram para o recuo, em novembro, o aumento do endividamento e expectativas desfavoráveis sobre inflação

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

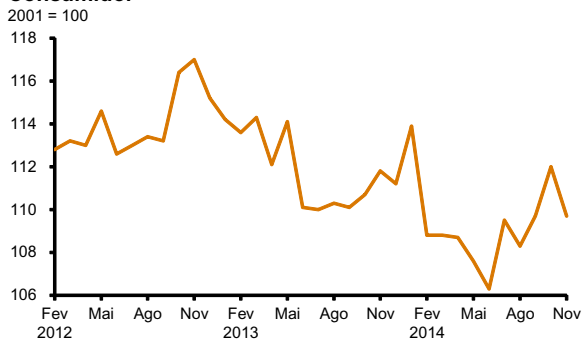


Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	2014				%
	Jul	Ago	Set	Out	
Indústria geral	-2,0	-1,5	-0,2	0,4	
Por seção					
Indústria extrativa	2,4	2,8	3,2	3,1	
Indústria de transformação	-2,3	-1,9	-0,6	0,1	
Por categoria de uso					
Bens de capital	-9,2	-6,7	3,3	4,8	
Bens intermediários	-1,1	-0,3	-0,1	0,4	
Bens de consumo	-2,5	-2,3	-0,7	0,1	
Duráveis	-15,1	-14,1	3,5	7,2	
Semi e não duráveis	0,3	-0,6	-0,3	-0,4	

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

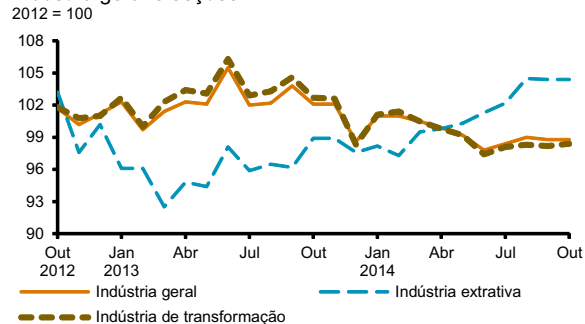
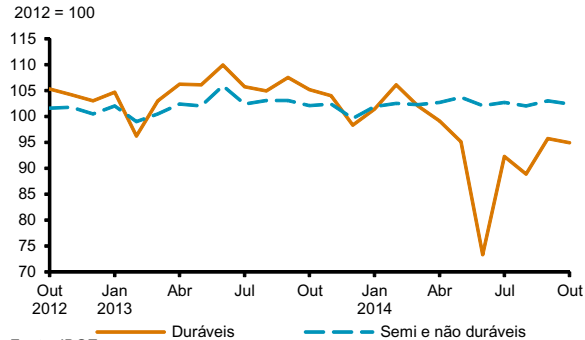


Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo



e desemprego. Cabe notar, ainda, que o indicador decresceu 1,9% em relação a igual mês de 2013.

1.2 Produção

Produção industrial

A produção física da indústria aumentou 0,4% no trimestre finalizado em outubro, em relação ao terminado em julho, quando recuara 2,0%, nessa base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa cresceu 3,1% e a da indústria de transformação, 0,1%, com destaque para as elevações nas atividades fumo (18,8%), veículos automotores (6,9%) e equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (7,5%).

A análise por categorias de uso indica expansões trimestrais nas produções de bens de consumo duráveis (7,2%), bens de capital (4,8%) e de bens intermediários (0,4%), e recuo de 0,4% na de bens de consumo semi e não duráveis.

O pessoal ocupado na indústria diminuiu 1,7% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE. Ao mesmo tempo, a folha de pagamento real decresceu 2,7%.

A utilização da capacidade instalada (UCI) da indústria de transformação atingiu média de 82,6% no trimestre finalizado em novembro (83,3% no encerrado em agosto), de acordo com dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Houve reduções trimestrais na UCI das indústrias de bens de consumo não duráveis (3,2 p.p.), bens de capital (1 p.p.) e bens intermediários (0,6 p.p.), e aumento de 0,7 p.p. na indústria de bens de consumo duráveis.

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, atingiu 112,9 pontos³ no trimestre encerrado em novembro (110,5 pontos no trimestre até agosto), considerados dados dessazonalizados. O aumento trimestral repercutiu elevações nos índices de estoques de bens de consumo duráveis (10,3 pontos), bens de capital (3,8 pontos) e de bens de consumo não duráveis (3,8 pontos), e estabilidade no de bens intermediários.

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

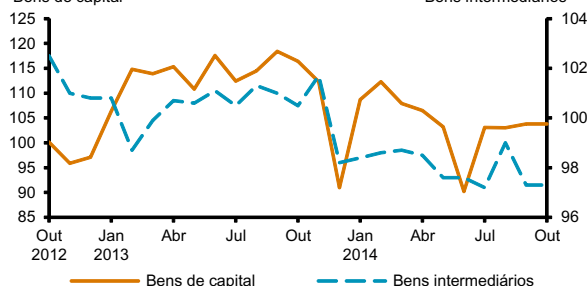
Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

Bens de capital e intermediários

2012 = 100

Bens de capital

Bens intermediários



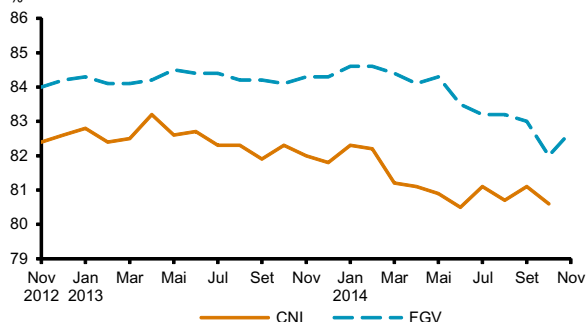
Fonte: IBGE

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.

Tabela 1.3 – Receita nominal de serviços

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2014			
	Jul	Ago	Set	Out
Total	5,6	4,9	5,1	5,3
Serviços prestados às famílias	9,3	8,5	7,4	7,8
Serviços de informação e comunicação	4,0	3,1	2,1	2,1
Serviços profissionais, administrativos e complementares	7,4	7,3	8,5	10,0
Transportes, serviços auxiliares do transporte e correios	5,6	4,1	4,7	4,2
Outros serviços	4,9	6,6	9,3	10,4

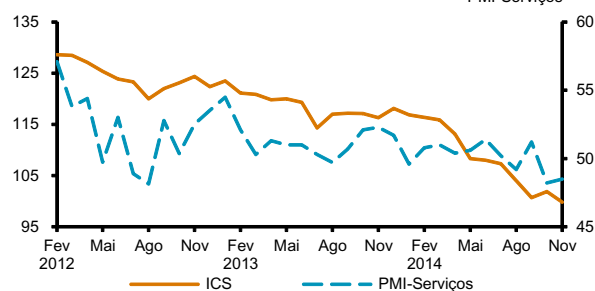
Fonte: IBGE

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços

ICS e PMI-Serviços – Dados dessazonalizados

ICS

PMI-Serviços



Fontes: FGV e Markit

4/ Valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

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.

O Índice de Confiança da Indústria⁴ (ICI) atingiu 85,6 pontos em novembro, elevando-se pelo segundo mês consecutivo, dados dessazonalizados da FGV. O ICI médio do trimestre encerrado em novembro atingiu 83,1 pontos (85 pontos no trimestre até agosto), com recuos nas indústrias de bens de consumo não duráveis (3,6 pontos), bens de consumo duráveis (2,1 pontos) e bens intermediários (1,5 ponto), e aumento de 1,9 ponto na de bens de capital.

O Índice de Gerentes de Compras⁵ (PMI) da indústria atingiu 48,7 pontos em novembro, considerada a série dessazonalizada pela Markit, indicando recuo da atividade industrial.

Serviços

A receita nominal do setor de serviços aumentou 5,3% no trimestre finalizado em outubro, em relação a igual período de 2013 (5,6% no trimestre terminado em julho), segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE. A desaceleração repercutiu menores taxas de crescimento nos segmentos serviços às famílias (de 9,3% para 7,8%); serviços de informação e comunicação (de 4,0% para 2,1%), impactado pela redução de tarifas telefônicas; e transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (de 5,6% para 4,2%). Por outro lado, aumentaram as taxas de crescimento nos segmentos serviços profissionais, administrativos e complementares (de 7,4% para 10,0%) e outros serviços (de 4,9% para 10,4%).

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) atingiu 99,8 pontos em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da FGV. O recuo mensal de 2,1% refletiu retrações de 3,8% no ISA-S, que atingiu o menor nível da série, e de 1,1% no IE-S.

O PMI-Serviços para a atividade negócios atingiu 48,5 pontos em novembro (48,2 pontos em outubro), de acordo com dados dessazonalizados, permanecendo pelo segundo mês na área de retração da atividade.

Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) cresceu 0,62% no trimestre encerrado em outubro, em relação ao finalizado em julho, quando havia

Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central

Dados dessazonalizados

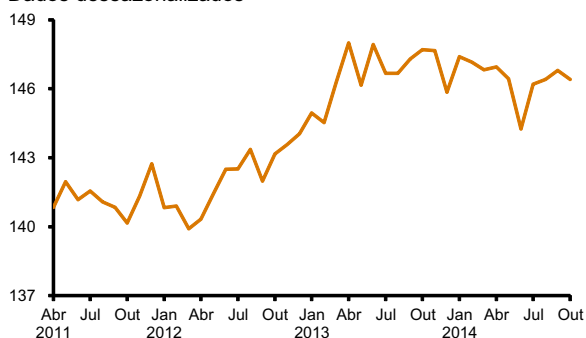
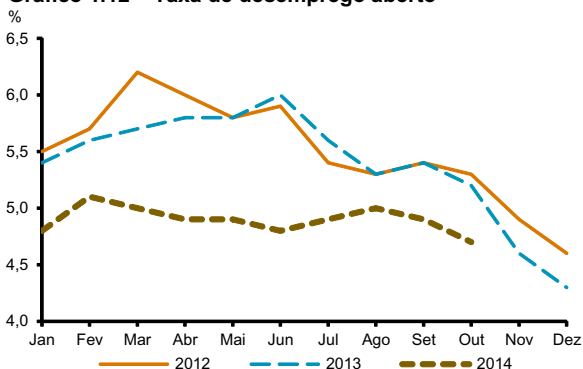


Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



Fonte: IBGE

Tabela 1.4 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2013	2014	3º trim	Out
Total	730,7	237,0	-30,3	699,8
Indústria de transformação	83,6	5,3	-11,8	28,9
Comércio	208,0	78,0	32,8	34,4
Serviços	408,9	145,6	2,4	492,3
Construção civil	35,1	13,7	-33,6	35,6
Agropecuária	-29,3	-8,5	-19,6	75,3
Serviços ind. de util. pública	5,4	0,7	-0,1	5,3
Outros ^{1/}	19,0	2,3	-0,4	27,9

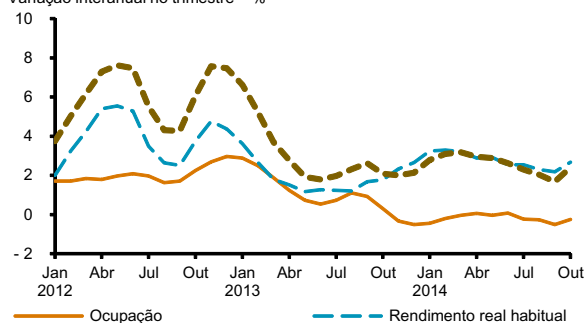
Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Acumulado de janeiro a outubro.

Gráfico 1.13 – Ocupação, rendimento e massa

Variação interanual no trimestre – %



Fonte: IBGE

recuado 0,92%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais mensais, o indicador recuou 1,18% em outubro, após aumento de 0,92% em setembro e queda de 1,35% em agosto).

1.3 Mercado de trabalho

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, situou-se em 4,9% no trimestre encerrado em outubro (5,3% em igual período do ano anterior). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego atingiu 4,8% no trimestre até outubro e 4,7% no até julho, aumento decorrente de redução de 0,1% na população ocupada e elevação de 0,1% na população economicamente ativa.

A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE, de âmbito nacional, atingiu 6,8% no terceiro trimestre do ano (6,8% no segundo trimestre e 6,9% no terceiro trimestre de 2013). O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu, na ordem, 56,8%, 56,9% e 57,1%, nos períodos mencionados.

A economia brasileira gerou 194,9 mil postos formais de trabalho no trimestre encerrado em outubro de 2014 (433,6 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 (136,1mil) e no comércio (109,8 mil), e a eliminação de 38,1 mil vagas na agropecuária.

O rendimento médio real habitualmente recebido da principal ocupação cresceu 2,7% no trimestre encerrado em outubro de 2014, em relação a igual trimestre do ano anterior (1,9% em relação ao trimestre encerrado em julho de 2014), segundo a PME. Destacaram-se os ganhos reais dos trabalhadores dos segmentos construção civil (4,9%), serviços domésticos (4,7%) e administração pública (3,7%). A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, cresceu 2,4% no período.

PME e outros Indicadores do Mercado de Trabalho

As pesquisas de emprego realizadas pelo IBGE utilizam base de dados com característica distinta da disponibilizada pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), conforme identificado na Tabela 1.

Tabela 1 – Caged, PME, PNAD e PNADC – Principais características

	Caged	PME	PNAD	PNADC
Tipo de levantamento	Censitário ^{1/}	Amostral	Amostral	Amostral
Abrangência de coleta de informações	Nacional	6 Regiões Metropolitanas (Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre)	Nacional (amostra de 1100 municípios)	Nacional (amostra de 3500 municípios)
Divulgação	Mensal	Mensal	Anual	Trimestral e anual (em análise alguma divulgação mensal para os indicadores de trabalho a nível Brasil)
Período de referência	Mês	Semana imediatamente anterior à definida como de entrevista	Última semana completa de setembro	Semana imediatamente anterior à definida como de entrevista
Posição na ocupação	Empregados formais no setor privado	Empregados formais e informais nos setores público e privado, empregadores e trabalhadores por conta própria (10 anos de idade ou mais)	Empregados formais e informais nos setores público e privado, empregadores e trabalhadores por conta própria (10 anos de idade ou mais)	Empregados formais e informais nos setores público e privado, empregadores e trabalhadores por conta própria (14 anos de idade ou mais)

1/A cobertura varia de acordo com a área geográfica e situa-se, em média, em torno de 85% do universo de empregados celetistas.

Nesse contexto, objetivando avaliar a consistência dos indicadores do mercado de trabalho, este boxe examina, inicialmente, a compatibilidade da Pesquisa Mensal do Emprego (PME) e da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), ambas do IBGE, com os dados do Caged. Em seguida, procede-se a comparação entre os resultados da PME e os da PNAD e da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC)^{1/}.

1/ Essa pesquisa, elaborada no âmbito do Sistema Integrado de Pesquisas Domiciliares (SIPD), é realizada por meio de amostra probabilística de domicílios, buscando garantir a representatividade dos resultados para os diversos níveis geográficos que pretende contemplar. O IBGE divulgou, em 2014, os primeiros resultados para a PNADC.

Gráfico 1 – Geração de postos de trabalho formais

Comparação entre PME e Caged

Média de 12 meses (milhares)

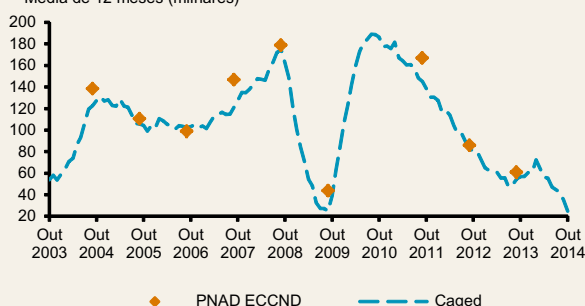


Fonte: IBGE e MTE

Gráfico 2 – Geração de postos de trabalho formais

Comparação entre PNAD e Caged

Média de 12 meses (milhares)

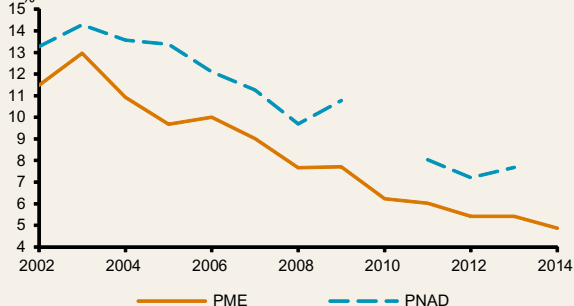


Fonte: IBGE e MTE

Gráfico 3 – Taxa de desemprego

Comparação entre PME e PNAD

%

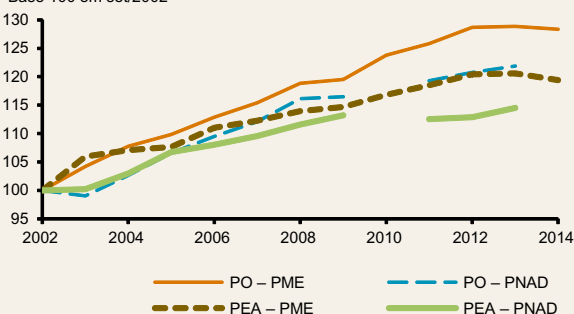


Fonte: IBGE

Gráfico 4 – PO e PEA

Comparação entre PME e PNAD

Base 100 em set/2002



Fonte: IBGE

A compatibilização das séries de geração líquida de trabalhos formais do Caged e da PME requer, essencialmente, dois ajustes: 1) **ajuste geográfico** – utilização de dados do Caged referentes apenas às seis Regiões Metropolitanas consideradas na PME; 2) **ajuste qualitativo** – utilização de dados da PME relativos apenas a emprego com carteira. De acordo com Gráfico 1, as séries de geração líquida de postos de trabalho para a PME e para o Caged mostram tendência semelhante, mas a volatilidade é maior na série da PME.

Por sua vez, a compatibilização da série de geração líquida de trabalhos formais do Caged e da PNAD requer apenas o ajuste qualitativo. Conforme o Gráfico 2, as séries de geração líquida de postos de trabalho para a PNAD e para o Caged mostram boa aderência.

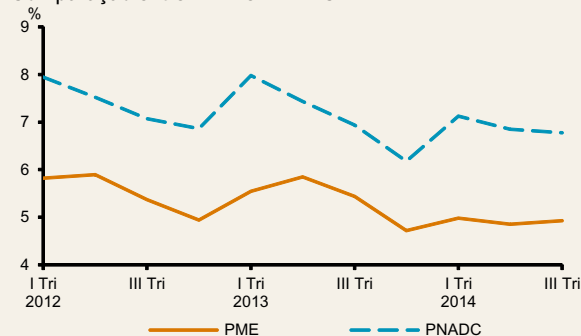
A seguir são realizadas as comparações entre as taxas de desemprego (TD) calculadas segundo a PME e as determinadas na PNAD e PNADC, as duas últimas de abrangência nacional. A comparação entre PME e PNAD requer, portanto, ajuste geográfico e a utilização de dados da PME relativos a setembro, mês de coleta de dados para a PNAD. De acordo com o Gráfico 3, a TD apresenta, nas duas pesquisas, trajetória declinante a partir de 2003. Note-se ainda que, nos biênios encerrados em 2009 e em 2013, a TD manteve-se estável no âmbito da PME e cresceu 1,1 p.p. e 0,5 p.p., respectivamente, no da PNAD.

Os componentes da TD – População Ocupada (PO) e População Economicamente Ativa (PEA) – mostraram evolução semelhante no âmbito das duas pesquisas até 2009 (Gráfico 4). A partir de 2011², no entanto, a evolução de PO e PEA difere nas duas pesquisas: na PME, PO e PEA cresceram, na ordem, 5,3% e 3,4%, de 2009 a 2011, enquanto na PNAD, as variações foram 2,4% e -0,6%, respectivamente.

A comparação entre os resultados da PNADC e da PME é dificultada porque os dados da PNADC são agrupados por Grandes Regiões e para o Brasil, impedindo compatibilização geográfica com dados da PME. Portanto, o esforço de compatibilização entre as pesquisas limita-se à restrição da população da PME a indivíduos com idade igual ou superior a 14 anos, e à adoção de valores médios trimestrais para dados

2/ A PNAD não foi realizada em 2010.

Gráfico 5 – Taxa de desemprego
Comparação entre PME e PNADC



Fonte: IBGE

populacionais da PME, dada a diferença de periodicidade entre as pesquisas³.

Conforme o Gráfico 5, a TD apresenta trajetória semelhante na PME e na PNADC, no período considerado. A TD medida pela PME recuou 0,90 p.p. entre o primeiro trimestre de 2012 e o terceiro de 2014, e a medida pela PNADC decresceu 1,17 p.p. Destaque-se, no entanto, as diferenças na evolução de PO e PEA: enquanto a PO cresceu 2,2% e 4,8%, de acordo com a PME e a PNADC, a variação da PEA atingiu 1,2% e 3,5%, respectivamente.

Tendo em vista que a PNADC sucederá a PME como instrumento para o cálculo de indicadores do mercado de trabalho, oportuno examinar os determinantes da evolução da TD nas duas pesquisas, do primeiro trimestre de 2012 ao terceiro trimestre de 2014. Para tanto, será utilizada metodologia discutida no box Decomposição da Evolução da Taxa de Desemprego⁴, que permite decompor a variação da TD nos efeitos das variações da PO e da PEA (efeitos PO e PEA, respectivamente). O efeito PEA pode, por sua vez, ser decomposto nos efeitos das variações da Taxa de atividade (TA) e da População em Idade Ativa (PIA).

A redução de 0,90 p.p. na TD medida pela PME, do primeiro trimestre de 2012 ao terceiro trimestre de 2014, reflete efeito PO de -2,04 p.p. e efeito PEA de 1,13 p.p.⁵, com o efeito PEA repercutindo efeito TA de -2,64 p.p. e efeito PIA de 3,79 p.p. O recuo de 1,17 p.p. na TD estimada pela PNADC refletiu efeito PO de -4,36 p.p. e efeito PEA de 3,18 p.p., determinado, fundamentalmente, pelo efeito PIA de 3,54 p.p. (Tabela 2).

A decomposição da TD mostra, em resumo, que sua redução no âmbito da PME é explicada, principalmente, pelo efeito TA, enquanto o efeito PO é o principal determinante do recuo na TD calculada pela PNADC.

Esse box avaliou a evolução de indicadores sobre o mercado de trabalho, com foco na compatibilização entre os dados do Caged e os indicadores da PME e PNAD. As trajetórias da TD calculadas segundo a PNADC e

3/ A PME é mensal e a PNADC, trimestral.

4/ Relatório de Inflação de setembro de 2014.

5/ Como o método de decomposição contém aproximações o somatório dos efeitos PEA e PO não coincidem exatamente com a variação da taxa de desemprego.

Tabela 2 – Decomposição da taxa de desemprego
 Comparação entre PME e PNADC

	PME					PNADC					Pontos percentuais
	TD	Efeito PO	Efeito PEA			TD	Efeito PO	Efeito PEA			
			Total	Efeito PIA	Efeito TA			Total	Efeito PIA	Efeito TA	
1T2012 – 2T2012	0,07	-1,08	1,15	0,56	0,59	-0,42	-1,58	1,16	0,33	0,82	
2T2012 – 3T2012	-0,52	-0,51	-0,01	0,34	-0,35	-0,45	-0,54	0,09	0,34	-0,25	
3T2012 – 4T2012	-0,43	-1,86	1,43	0,12	1,31	-0,21	-0,23	0,02	0,39	-0,37	
4T2012 – 1T2013	0,61	1,65	-1,05	0,41	-1,45	1,12	0,89	0,23	0,39	-0,16	
1T2013 – 2T2013	0,30	0,20	0,11	0,31	-0,20	-0,55	-1,15	0,60	0,13	0,46	
2T2013 – 3T2013	-0,41	-0,91	0,49	0,47	0,02	-0,50	-0,63	0,13	0,35	-0,21	
3T2013 – 4T2013	-0,72	-0,47	-0,25	0,55	-0,79	-0,76	-0,72	-0,04	0,42	-0,45	
4T2013 – 1T2014	0,27	1,21	-0,94	0,55	-1,48	0,95	0,68	0,27	0,26	0,01	
1T2014 – 2T2014	-0,13	0,11	-0,24	0,40	-0,63	-0,28	-0,85	0,57	0,51	0,06	
2T2014 – 3T2014	0,07	-0,37	0,44	0,09	0,35	-0,07	-0,22	0,15	0,41	-0,26	
1T2012 – 3T2014	-0,90	-2,04	1,13	3,79	-2,64	-1,17	-4,36	3,18	3,54	-0,36	

a PME são semelhantes, mas há diferenças nos efeitos PEA e PO que as determinam. Ressalte-se, no entanto, que essas diferenças devem ser relativizadas na medida em que são pesquisas com metodologias, amostras e abrangência geográfica distintas.

1.4 Produto Interno Bruto

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

Discriminação	2013		2014			Variação %
	III Trī	IV Trī	I Trī	II Trī	III Trī	
Agropecuária	0,4	1,6	2,8	0,0	0,3	
Indústria	2,3	2,1	0,8	-3,4	-1,5	
Extrativa mineral	1,1	-0,2	5,4	8,0	8,2	
Transformação	2,8	2,6	-0,5	-5,5	-3,6	
Construção civil	2,0	2,0	-0,9	-8,7	-5,3	
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,7	3,4	5,2	1,0	0,6	
Serviços	2,3	1,9	2,0	0,2	0,5	
Comércio	2,8	3,5	2,2	-2,4	-1,8	
Transporte, armazenagem e correio	5,2	2,4	4,0	0,9	1,8	
Serviços de informação	4,9	8,8	4,4	3,0	2,0	
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	2,6	0,6	2,6	2,5	3,2	
Outros serviços	0,1	-0,7	0,5	-1,6	-0,6	
Atividades imobiliárias e aluguel	2,1	1,5	2,0	1,5	2,0	
Administração, saúde e educação públicas	2,6	2,5	1,9	1,3	1,0	
Valor adic. a preços básicos	2,2	1,9	1,8	-0,7	-0,1	
Impostos sobre produtos	3,8	3,4	2,4	-1,9	-1,3	
PIB a preços de mercado	2,4	2,2	1,9	-0,9	-0,2	
Consumo das famílias	2,4	2,5	2,2	1,2	0,1	
Consumo do governo	2,5	2,2	3,4	0,9	1,9	
Formação Bruta de Capital Fixo	6,7	4,0	-2,1	-11,2	-8,5	
Exportação	3,2	5,6	2,8	1,9	3,8	
Importação	13,7	4,8	1,4	-2,4	0,7	

Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

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

Fonte: IBGE

O PIB cresceu 0,1% no terceiro trimestre de 2014, em relação ao anterior, após dois resultados trimestrais negativos, segundo dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE.

Sob a ótica da oferta, houve variações trimestrais de -1,9% na produção da agropecuária, de 1,7% na da indústria e de 0,5% na do setor de serviços (0,4%, -2,0% e -0,5%, respectivamente, no segundo trimestre). A recuperação da produção do setor industrial, após quatro trimestres consecutivos em declínio, repercutiu, em especial, aumentos da produção das indústrias de transformação (0,7%), da construção civil (1,3%) e extrativa (2,2%). No setor de serviços, destaque para o crescimento de 0,4% no comércio, após recuos respectivos de 0,5% e 2,0% no primeiro e no segundo trimestres.

No âmbito da demanda doméstica, o consumo do governo e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceram 1,3% e o consumo das famílias recuou 0,3% no trimestre (-0,5%, -5,2% e estabilidade no trimestre anterior). O setor externo contribuiu negativamente para a evolução do PIB no trimestre, com variações de 1,0% nas exportações e de 2,4% nas importações.

O PIB recuou 0,2% em relação ao terceiro trimestre de 2013. Sob a ótica da oferta, destacou-se a retração de 1,5% na produção da indústria (construção civil, -5,3%; transformação, -3,6%). A produção da agropecuária cresceu 0,3%, com destaque para o desempenho das lavouras de laranja, mandioca, feijão e trigo, e o setor de serviços avançou 0,5% (imobiliárias e aluguel, 2,0%; intermediações financeiras, 3,2%).

A análise da demanda indica que a contribuição do componente doméstico para a variação interanual do PIB atingiu -0,6 p.p. no terceiro trimestre de 2014 (-1,5 p.p. no segundo) e a do setor externo, 0,4 p.p. (0,6 p.p., no segundo), com as exportações elevando-se 3,8% e as importações, 0,7%.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluída a variação dos estoques, recuaram 8,5% no terceiro trimestre de 2014, em relação a

Revisão da Projeção do PIB para 2014¹

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

A projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2014 foi revisada para 0,2% (0,7% no último Relatório de Inflação). Essa estimativa incorpora os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para os três primeiros trimestres do ano e estatísticas disponíveis para o trimestre em curso.

Nesse cenário, a produção agropecuária deverá crescer 1,4% ante projeção anterior de 2,3%, alteração associada, em especial, à revisão das taxas de crescimento das safras de cana-de-açúcar e laranja para o ano como um todo e ao resultado negativo da agropecuária no terceiro trimestre. A estimativa para a variação da produção da indústria passou de -1,6% para -1,4%, em grande parte, pela incorporação das informações sobre o desempenho das indústrias extrativa, de transformação e da construção civil no terceiro trimestre. O crescimento anual projetado para o setor de serviços atinge 0,7% (1,2% na estimativa anterior), destacando-se as revisões para baixo nas projeções para o desempenho dos segmentos de informação, comércio, intermediação financeira e outros serviços.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, foi revisada de 1,6%, para 1,0%, a projeção para a expansão do consumo das famílias. Por sua vez, as projeções para as variações anuais da formação bruta de capital fixo e para o consumo do governo passaram de -6,5% para -7,1%, e de 1,7% para 1,8%, respectivamente.

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

1/ Observe-se que as projeções basearam-se nas atuais séries das contas nacionais e na metodologia vigente para cálculo do PIB, elementos que serão objetos de revisão no próximo ano, conforme anunciado pelo IBGE.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2014 deverá ser nula e a do setor externo, de 0,2 p.p.

Projeção para os próximos quatro trimestres

O crescimento estimado do PIB no período de quatro trimestres encerrado em setembro de 2015 é 0,6%, patamar 0,1 p.p. inferior ao registrado, no mesmo tipo de comparação, no terceiro trimestre deste ano (Tabela 1).

A estimativa para a variação da produção agropecuária atinge 3,1% (1,1% no período de quatro trimestres até setembro de 2014), com destaque para a perspectiva de crescimento da safra de soja.

O crescimento da indústria está projetado em 0,3% (ante retração de 0,5% em igual período de 2014), destacando-se a perspectiva de bom desempenho da indústria extrativa.

Estima-se que o setor terciário crescerá 0,5% no período de quatro trimestres até setembro de 2015 (1,2% em igual intervalo em 2014). Esse desempenho reflete, em especial, projeções de crescimento inferiores aos resultados registrados em 2014, para as atividades serviços de informação, transporte e intermediação financeira, em linha com as perspectivas de moderação do consumo agregado.

De fato, no âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, estima-se crescimento de 0,5% para o consumo das famílias (1,5% no intervalo de quatro trimestres até setembro de 2014), evolução consistente com a acomodação do mercado de trabalho e com o crescimento moderado do mercado de crédito. O consumo do governo e a FBCF deverão variar, na ordem, 0,9% e -1,8% (2,1% e -4,6%, respectivamente, no período de quatro trimestres até setembro de 2014). A contribuição da demanda interna para o crescimento do PIB nos quatro trimestres considerados está estimada em 0,3 p.p., mesmo valor projetado para a contribuição do setor externo.

Tabela 1.7 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2014			
	Jul	Ago	Set	Out
Insumos da construção civil	-8,1	-8,9	-6,3	-5,8
Bens de capital	-12,6	-14,1	-10,4	-11,5
Tipicamente industrializados	-8,9	-7,5	-3,1	-0,8
Agrícolas	-7,7	-11,5	-9,7	-13,3
Peças agrícolas	-20,9	-23,6	-22,5	-25,4
Construção	-10,7	-17,8	-18,7	-20,6
Energia elétrica	7,9	6,0	2,8	-0,8
Equipamentos de transporte	-22,7	-23,6	-19,1	-19,7
Misto	-0,2	-0,4	5,7	3,7

Fonte: IBGE

igual período de 2013, acumulando redução de 7,4% no ano, segundo dados das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Considerando dados dessazonalizados, a FBCF cresceu 1,3% na margem, após quatro resultados negativos.

O recuo interanual da FBCF refletiu reduções de 10,0% na absorção de bens de capital, decorrente de recuos respectivos de 10,4%, 10,9% e 17,1% na produção, importações e exportações desses bens, e de 6,3% na produção de insumos da construção civil.

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\$129,7 bilhões nos nove primeiros meses do ano, com recuo de 1,4% em relação a igual período de 2013. A redução refletiu, principalmente, as variações respectivas de -13,4% e -9,9% nos desembolsos para a indústria de transformação e a agropecuária.

1.6 Conclusão

Indicadores relativos ao quarto trimestre sinalizam que a recuperação moderada da economia, iniciada no terceiro trimestre, deverá prosseguir. A intensificação, entretanto, desse processo permanece condicionada à recuperação da confiança de empresários e consumidores, entre outros fatores.

Preços

As taxas de inflação aumentaram no trimestre finalizado em novembro, em relação ao encerrado em agosto. Nesse contexto, os preços ao produtor repercutiram, em especial, a reversão da deflação no segmento de produtos agropecuários; os preços ao consumidor refletiram, sobretudo, o aumento nos preços de alimentação, vestuário e transportes; e os núcleos de inflação ao consumidor, na maioria dos critérios de cálculo, aceleraram.

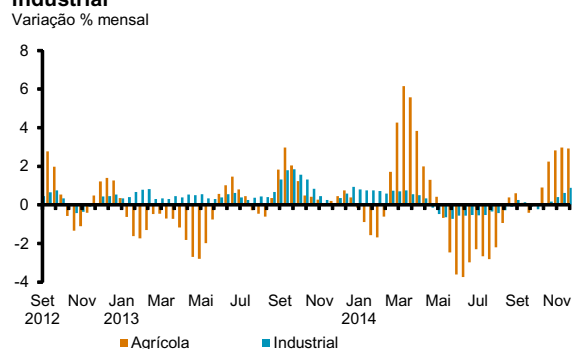
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2014				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IGP-DI	-0,55	0,06	0,02	0,59	1,14
IPA	-1,01	0,04	-0,18	0,73	1,44
IPC-Br	0,10	0,12	0,49	0,43	0,65
INCC	0,75	0,08	0,15	0,17	0,44

Fonte: FGV

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



O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 1,76% no trimestre encerrado em novembro (-1,12% no finalizado em agosto). A variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de -2,17% para 2,00%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 0,56% para 1,58%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,49% para 0,77%.

A evolução do IPA repercutiu aumentos nas variações dos preços dos produtos agropecuários, de -5,34% para 4,82% (batata-inglesa, 48,23%; milho, 15,35%; e bovinos, 13,72%), e dos preços de produtos industriais, de -0,95% para 0,96% (óleos e gorduras vegetais, 7,66%; carnes, produtos de carne e pescados, 7,18%; bebidas, 5,88%; e celulose, papel e produtos de papel, 3,68%). Considerados períodos de doze meses, os preços agropecuários e os industriais aumentaram, na ordem, 4,05% e 2,12% em novembro (1,91% e 3,97%, respectivamente, em agosto).

A aceleração do IPC no trimestre decorreu, em grande parte, das elevações nas variações de preços nos grupos alimentação (de -0,04% para 1,70%) e transportes (de 0,15% para 1,30%). Por seu turno, a desaceleração do INCC refletiu, em especial, a redução, de 2,11% para 0,46%, na variação dos custos com mão de obra.

Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 4,10% em novembro (4,63% em agosto e 5,49% em novembro de 2013).

2.2 Índices de preços ao consumidor

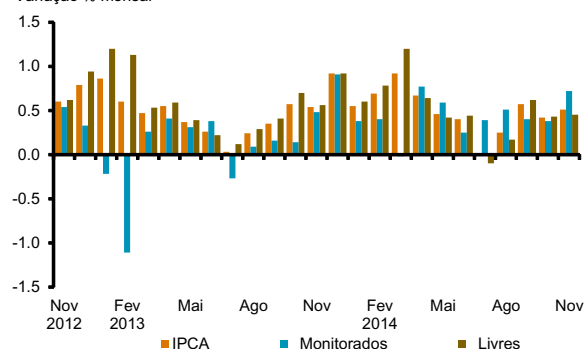
Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2014				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA	0,01	0,25	0,57	0,42	0,51
Livres	-0,10	0,17	0,62	0,43	0,45
Comercializáveis	0,27	0,11	0,66	0,38	0,28
Não comercializáveis	-0,42	0,23	0,59	0,48	0,59
Serviços	-0,05	0,59	0,77	0,43	0,46
Monitorados	0,39	0,51	0,40	0,38	0,72

Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA

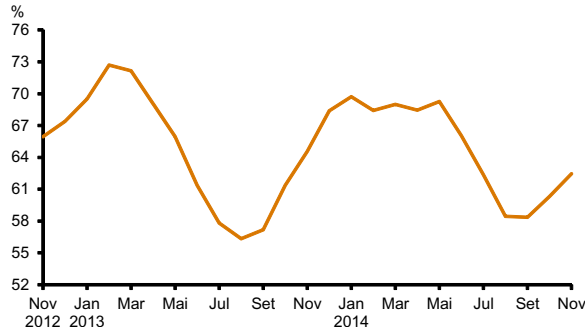
Variação % mensal



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 IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 1,51% no trimestre encerrado em novembro (0,66% no terminado em agosto), resultado de aceleração tanto dos preços livres (de 0,51% para 1,51%) quanto dos monitorados (de 1,15% para 1,51%). Especificamente sobre preços livres, houve aumentos nas variações dos preços dos itens não comercializáveis (de 0,33% para 1,67%) – destacando-se a aceleração dos preços dos produtos *in natura*, devido a condições climáticas adversas – e nas dos itens comercializáveis (de 0,74% para 1,33%) – com destaque para a sazonalidade desfavorável aos preços de roupas e carnes.

Os preços dos serviços aumentaram 1,67% no trimestre encerrado em novembro (1,65% no finalizado em agosto), com destaque para as elevações de preços nos itens passagem aérea e conserto de automóvel, e para os recuos nos itens alimentação fora do domicílio, aluguel, condomínio e recreação. Considerados períodos de doze meses, os preços dos serviços cresceram 8,29% em novembro (8,44% em agosto).

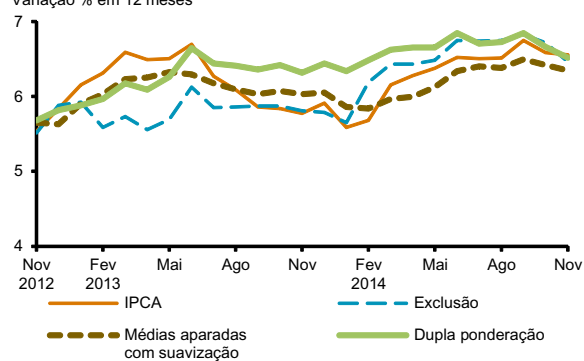
A variação do IPCA acumulada em doze meses atingiu 6,56% em novembro (6,51% em agosto), resultado de desaceleração dos preços livres, de 6,95% para 6,76%, e aceleração dos monitorados, de 5,07% para 5,83%. A média mensal do índice de difusão do IPCA atingiu 62,47% no trimestre encerrado em novembro (58,44% no finalizado em agosto e 64,57% em igual período de 2013).

2.3 Preços monitorados

Os preços monitorados aumentaram 1,51% no trimestre finalizado em novembro (1,15% no terminado em agosto), contribuindo com 0,34 p.p. para a variação do IPCA no período. A aceleração trimestral refletiu, de um lado, os impactos de aumentos nos preços da gasolina e gás de botijão, que suplantaram os efeitos das menores variações nos preços dos itens tarifa de energia elétrica residencial e taxa de água e esgoto.

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses

**Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados**

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2014					
		Jul	Ago	Set	Out	Nov	No ano
IPCA	100,00	0,01	0,25	0,57	0,42	0,51	5,58
Livres	77,20	-0,10	0,17	0,62	0,43	0,45	5,79
Monitorados	22,80	0,39	0,51	0,40	0,38	0,72	4,87
Principais itens							
Gás encanado	0,07	0,08	0,00	0,10	0,01	0,00	1,51
Ônibus urbano	2,47	0,00	0,00	0,00	0,00	0,18	3,66
Água e esgoto	1,42	-1,34	1,46	-0,45	0,26	-0,26	-2,81
Plano de saúde	3,27	0,73	0,90	0,77	0,77	0,77	8,62
Gasolina	3,72	-0,80	0,30	-0,07	0,18	1,99	2,26
Pedágio	0,12	2,37	1,40	0,36	0,02	0,07	3,22
Remédios	3,37	0,22	0,00	0,06	0,14	0,06	4,66
Energia elétrica	2,92	4,52	1,76	1,37	1,20	1,67	16,46
Gás veicular	0,11	1,12	0,09	0,18	0,82	-0,01	6,57
Gás de bujão	1,10	-0,08	-0,34	2,55	0,91	0,56	4,34
Óleo diesel	0,14	-0,23	0,51	0,00	-0,04	2,66	4,85

Fonte: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2014				
	Jul	Ago	Set	Out	Nov
IPCA (cheio)	0,01	0,25	0,57	0,42	0,51
Exclusão ^{1/}	0,01	0,38	0,58	0,42	0,31
Exclusão ^{2/}	0,19	0,42	0,55	0,41	0,33
Médias aparadas com suavização	0,35	0,40	0,54	0,51	0,38
Médias aparadas sem suavização	0,17	0,41	0,51	0,41	0,32
Dupla ponderação	0,21	0,44	0,57	0,44	0,38
IPC-Br (cheio)	0,10	0,12	0,49	0,43	0,65
Médias aparadas	0,41	0,38	0,43	0,47	0,48

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 1,30% no trimestre encerrado em novembro (1,33% no finalizado em agosto). Considerados períodos de doze meses, a variação do indicador atingiu 6,46% em novembro (6,75% em agosto).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,32% (1,12% no trimestre terminado em agosto). O indicador acumulou expansão de 6,73% no intervalo de doze meses encerrado em novembro (7,17% em agosto).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização⁶ cresceu 1,44% no trimestre finalizado em novembro (1,32% no encerrado em agosto). A variação em doze meses do indicador atingiu 6,35% em novembro (6,38% em agosto).

O núcleo calculado por médias aparadas sem suavização variou 1,25% no trimestre finalizado em novembro (1,05% no encerrado em agosto). Considerados intervalos de doze meses, o indicador variou 6,06% em novembro (6,30% em agosto).

O núcleo de dupla ponderação⁷ aumentou 1,40% no trimestre finalizado em novembro (1,26% no encerrado em agosto). O indicador acumulou variação de 6,52% no período de doze meses finalizado em novembro (6,73% em agosto).

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 1,39% no trimestre finalizado em novembro (1,33% no terminado em agosto). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 6,03% em novembro (5,91% em agosto).

2.5 Expectativas de mercado

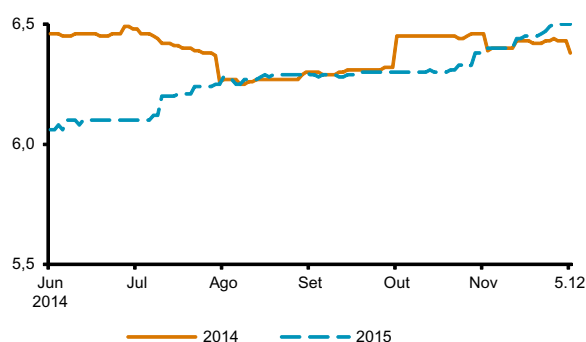
De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 5 de dezembro, as medianas das projeções para as variações anuais do IPCA em 2014 e 2015 atingiram 6,38% e 6,50%,

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

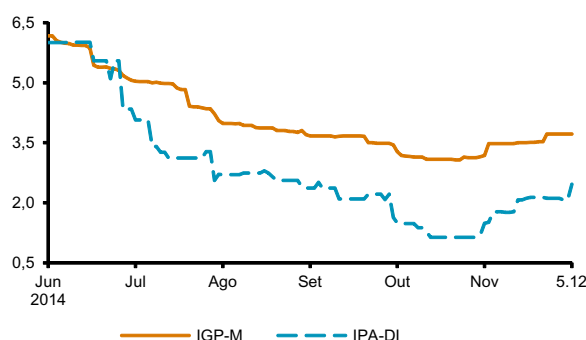
7/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador consiste na reponderação dos pesos originais – baseados na importância de cada item para a cesta do IPCA – pelos respectivos graus de volatilidade relativa, um procedimento que reduz a importância dos componentes mais voláteis.

Gráfico 2.5 – IPCA

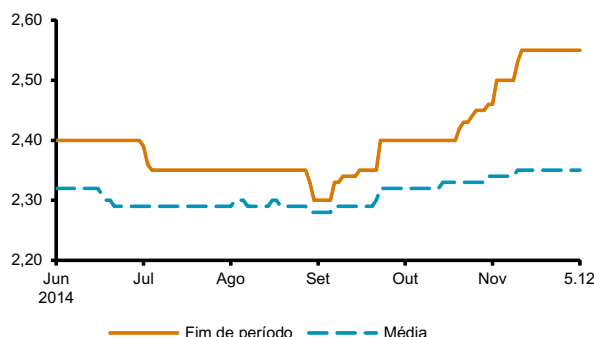
Medianas (%)

**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

**Tabela 2.5 – Resumo das expectativas de mercado**

	30.6.2014		30.9.2014		5.12.2014	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Em percentual						
IPCA	6,45	6,10	6,31	6,30	6,38	6,50
IGP-M	5,39	5,50	3,50	5,50	3,72	5,64
IPA-DI	5,55	6,00	2,22	5,00	2,46	6,30
Preços administrados	5,00	7,00	5,20	7,00	5,30	7,20
Selic (fim de período)	11,00	12,00	11,00	11,50	-	12,50
Selic (média do período)	10,91	11,88	10,91	11,47	-	12,38
PIB	1,07	1,50	0,26	1,00	0,18	0,73
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,40	2,50	2,40	2,50	2,55	2,70
Câmbio (média do período)	2,30	2,46	2,32	2,45	2,35	2,60

respectivamente (6,31% e 6,30%, na ordem, ao final de setembro). A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 6,63% (6,33% em 30 de setembro).

A mediana para a variação do IGP-M em 2014 aumentou de 3,50%, ao final de setembro, para 3,72%, em 5 de dezembro, e a do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-DI) passou de 2,22% para 2,46%. No mesmo período, as medianas para as variações do IGP-M e do IPA-DI em 2015 aumentaram de 5,50% para 5,64% e de 5,00% para 6,30%, respectivamente.

A mediana das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2014 aumentou de 5,20%, ao final de setembro, para 5,30%, em 5 de dezembro, e a relativa a 2015 passou de 7,00% para 7,20%.

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2014 e de 2015 atingiram, na ordem, R\$2,55/US\$ e R\$2,70/US\$ em 5 de dezembro (R\$2,40/US\$ e R\$2,50/US\$, respectivamente, ao final de setembro). As medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2014 e de 2015 atingiram R\$2,35/US\$ e R\$2,60/US\$, respectivamente (R\$2,32/US\$ e R\$2,45/US\$, na ordem, ao final de setembro).

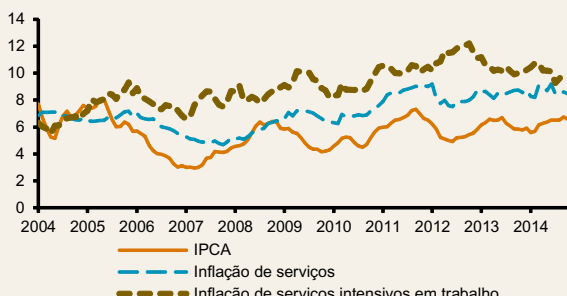
2.6 Conclusão

A aceleração dos preços ao consumidor no trimestre encerrado em novembro decorreu principalmente da aceleração dos preços livres, com destaque para impactos associados à sazonalidade, em especial sobre os grupos alimentação e vestuário.

Dinâmica Recente dos Salários e da Inflação no Setor de Serviços

Gráfico 1 – IPCA, serviços e serviços intensivos em trabalho^{1/}

Variação % em 12 meses

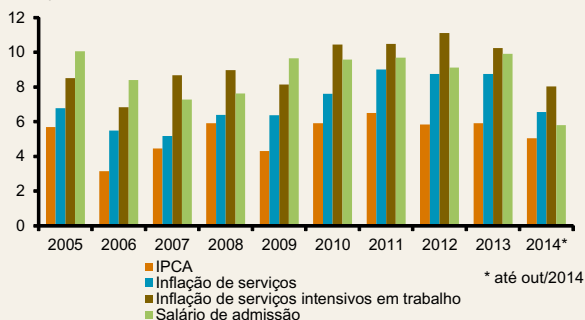


Fontes: IBGE e BCB

1/ Dados até outubro de 2014.

Gráfico 2 – IPCA, inflação de serviços e salário de admissão

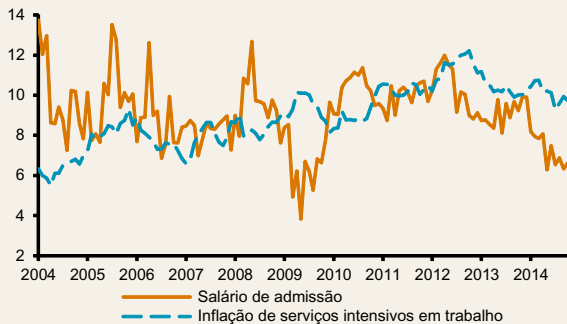
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE, Caged (MTE) e BCB

Gráfico 3 – Salário e inflação no setor de serviços^{1/}

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE, Caged (MTE) e BCB

1/ Dados até outubro de 2014.

Este box objetiva contribuir para o debate sobre determinantes da inflação e, nesse sentido, foca na relação entre salário de admissão e inflação de serviços intensivos em trabalho¹. É plausível afirmar que o salário de admissão é mais sensível às condições conjunturais do que salário médio² e que, portanto, tende a captar mudanças no ciclo econômico com maior tempestividade.

A inflação de serviços no Brasil – em especial a de serviços intensivos em trabalho – tem se mantido em patamar superior ao da medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) desde setembro de 2008. Note-se também que, no terceiro trimestre de 2014, a variação em doze meses da inflação de serviços recuou, bem como que esse fenômeno ocorre desde o início de 2013, com maior intensidade, no âmbito da inflação de serviços intensivos em trabalho (Gráfico 1).

Paralelamente ao aumento da inflação de serviços nos últimos anos, houve elevação do salário de admissão³ no mercado de trabalho formal. A propósito, as duas variáveis apresentaram variações superiores à do IPCA desde 2005, considerando o ano calendário (Gráfico 2).

As variações em doze meses, no período de janeiro de 2004 a outubro de 2014, dos preços de serviços intensivos em trabalho e do salário de admissão no mercado de trabalho formal apresentam trajetórias semelhantes, particularmente a partir de 2011, a despeito da maior volatilidade nos salários (Gráfico 3). Importa mencionar, além disso, que, em meses recentes, houve desaceleração tanto dos salários de admissão quanto dos preços dos serviços intensivos em mão de obra. Essa evolução temporal sugere a existência de correlação positiva entre as duas variáveis.

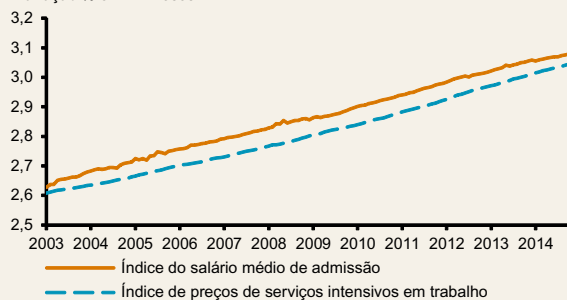
1/ A inflação de serviços representa aproximadamente 36,0% da variação do IPCA, divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A inflação de serviços intensivos em trabalho representa 24% da inflação de serviços, e cerca de 9,0% do IPCA. A esse respeito ver o box "Segmentação da Inflação de Serviço", divulgado no Relatório de Inflação de dezembro de 2013.

2/ O salário médio da economia é calculado pela Pesquisa Mensal do Emprego, do IBGE.

3/ Dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE).

Gráfico 4 – Logaritmo das séries de preços e salários dessazonalizadas^{1/}

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE, Caged (MTE) e BCB
1/ Dados até outubro de 2014.

Essa leitura preliminar pode ser aprofundada, por exemplo, com a utilização de um modelo de correção de erros (VEC), que permite avaliar, entre outras questões, se as trajetórias das variáveis apresentam relação estável de longo prazo (cointegram), hipótese *ex-ante* bastante plausível (Gráfico 4).

De acordo com a especificação estimada, observados os intervalos de confiança usuais, infere-se que uma alta de 1,00% no salário de admissão é repassada a preços de serviços intensivos em mão de obra numa razão entre 1,09% a 1,20%⁴.

Em síntese, as evidências apresentadas neste boxe sugerem que, em parte, os elevados índices de inflação de serviços intensivos em mão de obra nos últimos estão associados a custos de mão de obra (medidos pelo salário de admissão). Prospectivamente, é plausível conjecturar que, persistindo a recente desaceleração dos salários de admissão, essa dinâmica tende a se refletir nos preços de serviços intensivos em trabalho.

4/ O fato de uma alta nos salários de admissão levar a uma alta mais que proporcional dos preços de serviços intensivos em trabalho pode refletir inúmeros fatores associados à evolução da produtividade ou das margens de lucro no setor de serviços. Percebe-se, entretanto, que as séries mantêm trajetória integrada no tempo, apesar de desvios no curto prazo.

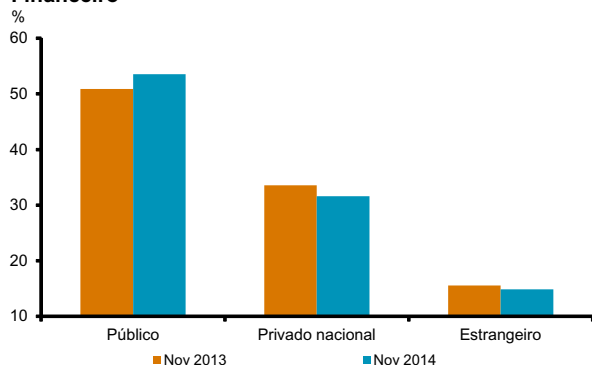
Políticas creditícia, monetária e fiscal

As operações de crédito do sistema financeiro mostraram maior dinamismo no trimestre encerrado em novembro, expresso em taxas de crescimento – trimestral e interanual – mais elevadas do que as observadas no trimestre finalizado em agosto. Destacaram-se as contratações no segmento de pessoas físicas, em especial de modalidades com prazos mais dilatados e menores custos, como crédito consignado e financiamentos imobiliários e rurais. No segmento de pessoas jurídicas, prevaleceram os desembolsos do BNDES direcionados para investimentos.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2014					
	Ago	Set	Out	Nov	3 meses	12 meses
Total	2 863,4	2 902,0	2 926,2	2 963,2	3,5	11,8
Pessoas jurídicas	1 516,4	1 542,4	1 549,6	1 573,9	3,8	10,8
Recursos livres	760,6	767,2	766,3	778,5	2,3	4,5
Direcionados	755,8	775,2	783,3	795,4	5,2	17,6
Pessoas físicas	1 347,0	1 359,6	1 376,6	1 389,3	3,1	13,0
Recursos livres	762,6	767,1	773,0	774,6	1,6	4,9
Direcionados	584,4	592,5	603,5	614,7	5,2	25,0
Participação %:						
Total/PIB	57,0	57,4	57,6	58,0		
Pes. jurídicas/PIB	30,2	30,5	30,5	30,8		
Pessoas físicas/PIB	26,8	26,9	27,1	27,2		
Recursos livres/PIB	30,3	30,4	30,3	30,4		
R. direcionados/PIB	26,6	27,0	27,3	27,6		

Gráfico 3.1 – Operações de Crédito do Sistema Financeiro



3.1 Crédito

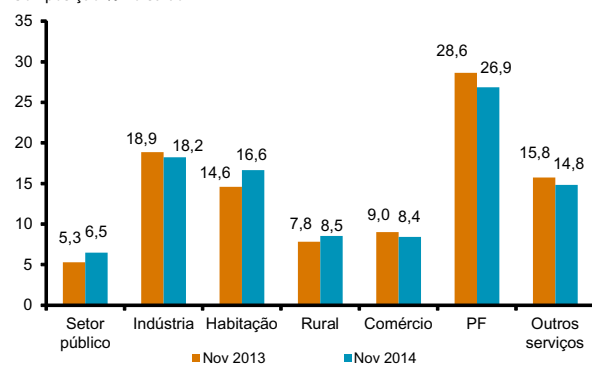
O estoque das operações de crédito do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, somou R\$2.963 bilhões em novembro, elevando-se 3,5% no trimestre e 11,8% em doze meses (variações respectivas de 2,1% e 11,1% no trimestre encerrado em agosto). As contratações no segmento de pessoas físicas totalizaram R\$1.389 bilhões, com aumentos de 3,1% no trimestre e 13,0% em doze meses, e as realizadas no segmento de pessoas jurídicas atingiram R\$1.574 bilhões (elevações respectivas de 3,8% e 10,8%). A relação crédito/PIB atingiu 58,0% em novembro (57,0% em agosto e 55,1% em novembro de 2013).

As carteiras das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e estrangeiras representaram, na ordem, 53,5%, 31,6% e 14,8% do total de crédito do sistema financeiro em novembro (50,9%, 33,6% e 15,6%, respectivamente, em igual período de 2013).

Os empréstimos ao setor privado somaram R\$2.772 bilhões em novembro, elevando-se 3,2% no trimestre e 10,4% em doze meses. Especificamente sobre financiamentos imobiliários contratados por famílias e empresas, o estoque cresceu 5,5% no trimestre, representando 9,7% do PIB (8% do PIB em novembro de 2013). Destacaram-se, ainda, as elevações trimestrais nos empréstimos ao setor rural (3,7%), impulsionada pelas contratações por pessoas físicas de

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas

Composição % no saldo

**Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas**

	R\$ bilhões					
Discriminação	2014				Variação %	
	Ago	Set	Out	Nov	3	12
					meses	meses
Recursos livres	762,6	767,1	773,0	774,6	1,6	4,9
Crédito pessoal	346,1	347,9	352,4	353,6	2,2	10,4
Do qual: consignado	243,2	244,6	248,1	249,9	2,8	13,2
Aquisição de veículos	184,6	183,9	183,6	183,5	-0,6	-4,9
Cartão de crédito	145,4	147,5	150,0	150,8	3,7	11,5
Cheque especial	22,9	23,5	23,3	22,3	-2,6	4,9
Demais	63,6	64,4	63,7	64,3	1,1	-5,9
Recusos direcionados	584,4	592,5	603,5	614,7	5,2	25,0
BNDES	40,4	41,2	41,7	42,2	4,5	18,2
Imobiliário	401,0	407,1	416,1	424,1	5,7	27,0
Rural	131,0	134,0	135,8	138,4	5,7	24,7
Demais	12,0	10,3	10,0	10,0	-16,5	-11,0

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

	R\$ bilhões					
Discriminação	2014				Variação %	
	Ago	Set	Out	Nov	3	12
					meses	meses
Recursos livres	760,6	767,2	766,3	778,5	2,3	4,5
Capital de giro	388,7	388,0	389,5	392,1	0,9	2,7
Conta garantida	45,6	45,1	44,5	45,8	0,5	4,5
ACC	52,2	49,9	51,9	52,1	0,0	23,4
Financ. a exportações	55,9	57,3	56,6	56,8	1,6	16,0
Demais	218,2	226,9	223,7	231,6	6,1	1,6
Recursos direcionados	755,8	775,2	783,3	795,4	5,2	17,6
BNDES	546,2	558,9	566,1	574,3	5,1	15,3
Imobiliário	66,7	67,5	68,5	69,3	3,9	31,3
Rural	73,4	74,3	72,6	72,6	-1,1	16,0
Demais	69,5	74,5	76,1	79,2	14,0	26,2

operações para investimento e custeio da safra 2014/2015; ao segmento outros serviços (3,7%), com ênfase na demanda das atividades serviços financeiros, comunicações e transportes; ao comércio (5,3%), concentrado na demanda sazonal dos setores atacadista e varejista, inclusive veículos, e à indústria (2,2%), em especial para os ramos energia, construção e fabricação de veículos.

Os empréstimos ao setor público atingiram R\$192 bilhões em novembro. O aumento trimestral de 8,4% refletiu elevações de 5,3% na esfera federal, principalmente para o setor de energia, e de 11,0% no âmbito dos estados e municípios, destacando-se recursos associados ao Programa de Apoio ao Investimento dos Estados e Distrito Federal (Proinveste) e à linha BNDES Estados, ambos destinados ao financiamento de investimentos.

O estoque de crédito com recursos livres totalizou R\$1.553 bilhões em novembro (52,4% do total do sistema financeiro), com aumento de 2,0% no trimestre e 4,7% em doze meses. As contratações no segmento de pessoas físicas somaram R\$775 bilhões, com a variação trimestral de 1,6% refletindo, em especial, aumentos respectivos de 2,8% e 3,8% nas modalidades crédito consignado e cartão à vista. Em sentido oposto, o saldo de financiamentos a veículos recuou 0,6% no trimestre (-1,8% no trimestre encerrado em agosto).

Os prazos para pagamento de empréstimos pessoais consignados em folha de pagamento foram ampliados a partir de outubro de 2014, passando de 60 para 96 meses nas contratações de servidores públicos federais, e de 60 para 72 meses nas de beneficiários do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). A ampliação não compromete a sustentabilidade dessas carteiras, cuja inadimplência atingiu 2,4% em novembro (média geral de 4,2% no total dos créditos às famílias).

Os empréstimos com recursos livres no segmento de pessoas jurídicas totalizaram R\$778 bilhões em novembro, elevando-se 2,3% no trimestre e 4,5% em doze meses. Destacaram-se, no período, as contratações nas modalidades capital de giro e financiamento a exportações (aumentos trimestrais de 0,9% e 1,6%, respectivamente).

Os créditos com recursos direcionados totalizaram R\$1.410 bilhões em novembro, elevando-se 5,2% no trimestre e 20,7% em doze meses. A evolução trimestral repercutiu expansões de 5,2% tanto nas operações com pessoas físicas quanto naquelas com pessoas jurídicas. Nos empréstimos às famílias, destacou-se o aumento trimestral de 5,7% nos

financiamentos imobiliários, que representaram 30,5% do total do crédito a pessoas físicas no mês e registraram desembolsos de R\$125,2 bilhões nos onze primeiros meses do ano (aumento de 8,6% em relação a igual período do ano anterior).

No âmbito das empresas, destaque para a expansão trimestral de 5,1% nos financiamentos de investimentos com recursos do BNDES, cujos desembolsos totalizaram R\$146 bilhões nos onze primeiros meses do ano (aumento de 0,3% em relação a igual período de 2013). Destacaram-se as contratações nos setores de transportes rodoviário, concessionárias de rodovias, energia elétrica, indústria química e de meios de transportes. Vale ressaltar que, em 30 de outubro de 2014, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou as Resoluções nº 4.376 e nº 4.377, que possibilitarão, em conjunto, o direcionamento de até R\$21 bilhões para o crédito rural na safra 2014/2015.

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

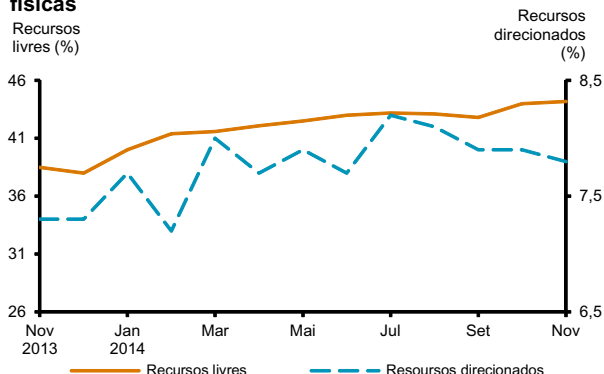


Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

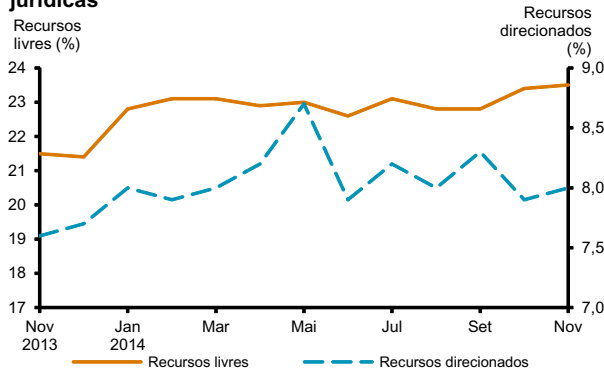
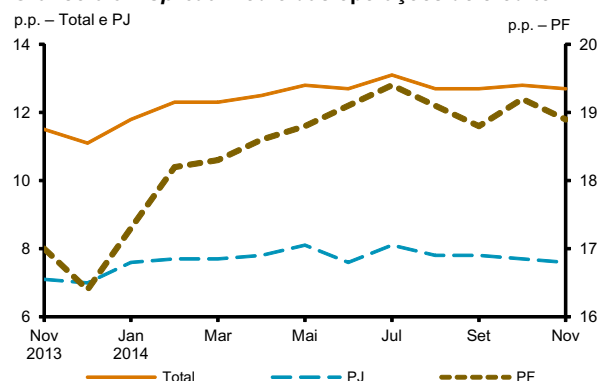


Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito

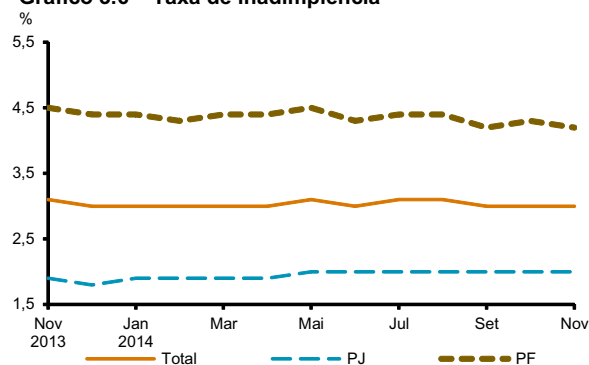
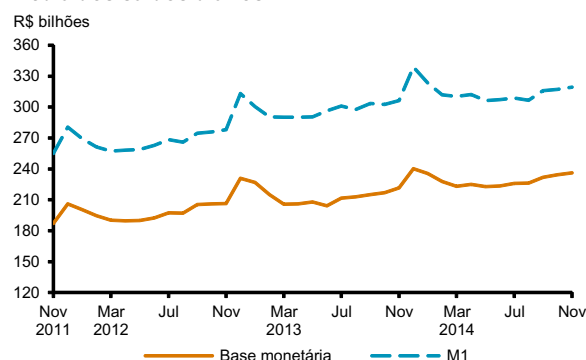
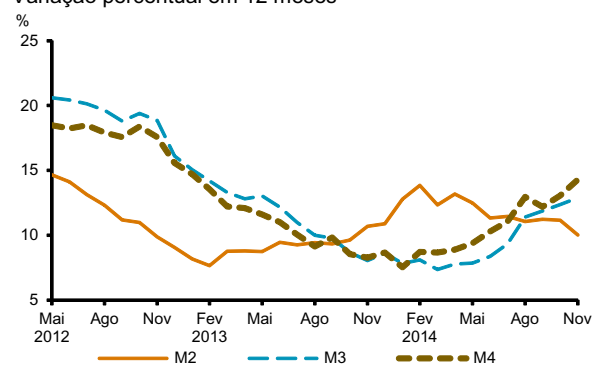
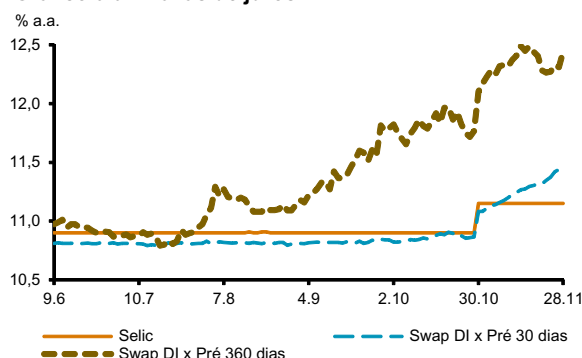


Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito atingiu 21,3% a.a. em novembro, com altas de 0,2 p.p. no trimestre e 1,3 p.p. em doze meses. As taxas situaram-se em 33,0% a.a. nas operações com recursos livres e em 7,9% a.a. nas com recursos direcionados, variando 0,8 p.p. e -0,1 p.p., respectivamente, no trimestre.

A taxa média de juros das operações de crédito no segmento de pessoas físicas atingiu 28,0% a.a. em novembro (crescimento de 0,1 p.p. no trimestre e 1,9 p.p. em doze meses). A taxa situou-se em 44,2% a.a. no segmento de recursos livres e em 7,8% a.a. no de recursos direcionados, com variações trimestrais respectivas de 1,1 p.p. e -0,3 p.p. No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média de juros atingiu 16,0% a.a. em novembro (aumento de 0,2 p.p. no trimestre e de 0,8 p.p. em doze meses), situando-se em 23,5% a.a. nas contratações com recursos livres (alta trimestral de 0,7 p.p.) e em 8,0% a.a. nas com recursos direcionados (estabilidade no trimestre).

O *spread* bancário das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 12,6 p.p. em novembro (recoo de 0,1 p.p. no trimestre e aumento de 1,1 p.p. em doze meses), situando-se em 18,9 p.p. no segmento de pessoas físicas (variações de -0,2 p.p. no trimestre e 1,9 p.p. em doze meses) e em 7,6 p.p. no de pessoas jurídicas (variações respectivas de -0,2 p.p. e 0,5 p.p.). O *spread* atingiu 21,2 p.p. nas operações

Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}**Gráfico 3.7 – Base monetária e meios de pagamento – Média dos saldos diários****Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados**
Variação percentual em 12 meses**Gráfico 3.9 – Taxas de juros**

Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

com recursos livres e 2,8 p.p. nas com recursos direcionados (estabilidade no trimestre em ambos os segmentos).

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3,0% em novembro (reduções de 0,1 p.p. no trimestre e em doze meses), menor nível da série iniciada em março de 2011. O indicador atingiu 4,2% no segmento de pessoas físicas (recuos de 0,2 p.p. no trimestre e de 0,3 p.p. em doze meses) e 2,0% no de pessoas jurídicas (estabilidade no trimestre e crescimento de 0,1 p.p. em doze meses). A inadimplência atingiu 4,9% nas contratações com recursos livres (variações de -0,1 p.p. no trimestre e 0,1 p.p. em doze meses) e 1,0% nas pactuadas com recursos direcionados (retração de 0,1 p.p. no trimestre e estabilidade em doze meses).

3.2 Agregados monetários

O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) totalizou R\$319,3 bilhões em novembro, expandindo-se 4,2% no trimestre e em doze meses, e o relativo à base monetária atingiu R\$236 bilhões, com crescimentos respectivos de 4,3% e 6,5%.

Considerados saldos em final de período, a base monetária atingiu R\$241,6 bilhões em novembro. O aumento trimestral de 4,4% refletiu, em parte, o impacto contracionista de R\$59,9 bilhões das operações com títulos públicos federais e os efeitos expansionistas dos recolhimentos compulsórios (R\$34,5 bilhões), das operações do Tesouro Nacional (R\$19 bilhões) e dos ajustes nas operações com derivativos (R\$20,4 bilhões).

Os meios de pagamento, no conceito M2, somaram R\$2,1 trilhões em novembro (aumentos de 2,5% no trimestre e 10,0% em doze meses), destacando-se as expansões interanuais de 11,0% no estoque de títulos privados e de 11,8% nos depósitos de poupança. O estoque de M3 atingiu R\$4,3 trilhões (aumentos de 2,8% no trimestre e de 12,9% em doze meses) e o de M4, R\$5 trilhões (expansões respectivas de 3,5% e 14,3%, nas mesmas bases de comparação).

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

As taxas de juros futuros de curto e longo prazo aumentaram no trimestre encerrado em novembro. As taxas dos contratos

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

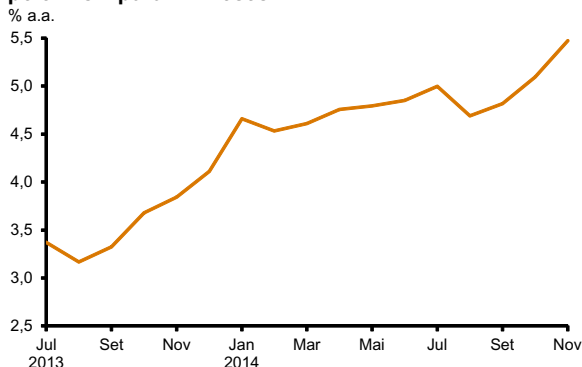
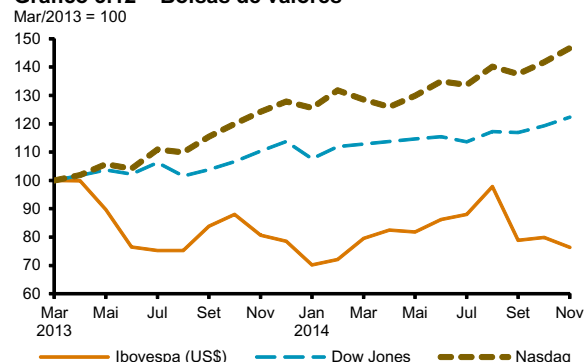


Gráfico 3.11 – Ibovespa



Fonte: BM&FBOVESPA

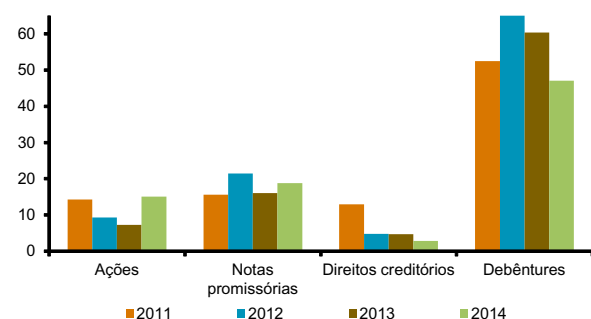
Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones, Nasdaq

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – acumulado até outubro



Fonte: CVM

de *swap* DI x pré de 30 dias cresceram 67 p.b. e as dos contratos de 360 dias, 135 p.b., encerrando o trimestre em 11,5% a.a. e 12,4% a.a., respectivamente.

As expectativas para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e para o IPCA dos próximos doze meses aumentaram 124 p.b. e 39 p.b., respectivamente, no trimestre. Assim, a taxa Selic real *ex-ante* para os próximos doze meses, deflacionada pelas expectativas de variação do IPCA, encerrou novembro em 5,5% a.a. (aumento de 78 p.b. no trimestre).

Mercado de capitais

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), após apresentar volatilidade durante o trimestre encerrado em novembro, encerrou o período em 54.724 pontos (61.288 pontos ao final de agosto). O valor de mercado das empresas listadas no índice recuou 10,4% no período e a média diária do volume transacionado variou 33,1%. Avaliado em dólares, o Ibovespa desvalorizou 21,9% no trimestre, enquanto os índices Dow Jones e Nasdaq valorizaram 4,3% e 4,6%, respectivamente.

As emissões de ações, debêntures, notas promissórias e a colocação de recebíveis de direitos creditórios, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somaram R\$83,8 bilhões nos dez primeiros meses do ano (R\$88,4 bilhões em igual período de 2013). Entre as emissões de títulos de renda fixa (R\$68,7 bilhões), destacam-se as de debêntures (R\$47,1 bilhões) e notas promissórias (R\$18,8 bilhões).

3.3 Política fiscal

Os contratos de refinanciamento de dívidas celebradas entre a União e os estados, Distrito Federal e municípios foram modificados pela Lei Complementar nº 148, de 25 de novembro de 2014⁸. Ainda em novembro, foi divulgado o 5º relatório de avaliação de receitas e despesas primárias do Governo Federal para 2014, destacando-se, em relação ao relatório de setembro, a redução de R\$38,4 bilhões nas receitas líquidas; o aumento de R\$32,3 bilhões nas despesas;

8/ Os contratos passaram a ser atualizados pela variação do IPCA mais juros de 4,0% a.a., limitados à variação da taxa básica de juros (Selic), com cálculo retroagindo a 1º de janeiro de 2013. A Lei também autorizou a concessão de desconto – mediante aditamento contratual – sobre os saldos devedores, calculado pela diferença entre o saldo devedor em 1º de janeiro de 2013 e o apurado, naquela data, utilizando-se como indexador a variação acumulada da taxa Selic desde a assinatura do contrato.

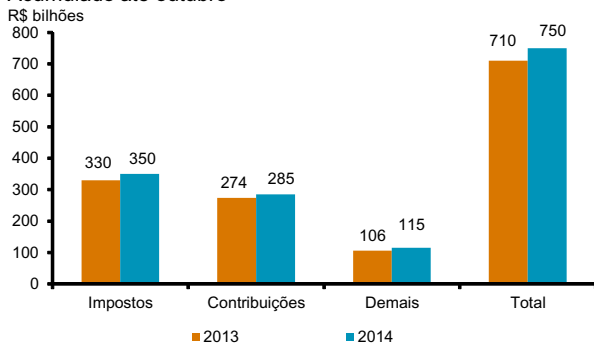
Tabela 3.4 – Necessidades de financiamento do setor público – Resultado primário

Acumulado em 12 meses

Segmento	2012		2013		Out 2014	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	-86,1	-2,0	-75,3	-1,6	-28,8	-0,6
Governos regionais	-21,5	-0,5	-16,3	-0,3	-2,4	-0,0
Empresas estatais	2,6	0,1	0,3	0,0	2,6	0,1
Total	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-28,6	-0,6

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até outubro



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-outubro

Discriminação	2013		2014	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	455 434	11,4	524 539	12,4
Pessoal e encargos sociais	163 212	4,1	175 325	4,1
Custeio e capital	290 325	7,3	347 044	8,2
FAT	38 353	1,0	47 430	1,1
Subsídio e subvenções	8 757	0,2	7 685	0,2
Loas/RMV	28 566	0,7	32 013	0,8
Investimento	53 685	1,3	68 715	1,6
Outras	160 963	4,0	191 200	4,5
Transferências ao Bacen	1 898	0,0	2 170	0,1

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social

Janeiro-outubro

Discriminação	R\$ bilhões		
	2013	2014	Var. %
Arrecadação bruta	268,7	296,6	10,4
Restituição/devolução	-1,5	-1,0	-31,4
Transferência a terceiros	-27,4	-30,6	11,3
Arrecadação líquida	239,7	265,0	10,5
Benefícios previdenciários	290,1	315,5	8,8
Resultado primário	-50,3	-50,6	0,5
Arrecadação líquida/PIB	6,0%	6,2%	
Benefícios/PIB	7,3%	7,4%	
Resultado primário/PIB	-1,3%	-1,2%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

e, em consequência, a diminuição, de R\$80,8 bilhões, para R\$10,1 bilhões, na previsão para o *superavit* primário do ano.

Necessidades de financiamento do setor público

O setor público consolidado registrou *deficit* primário de R\$11,6 bilhões (0,27% do PIB) nos dez primeiros meses de 2014, ante *superavit* primário de R\$51,2 bilhões (1,28% do PIB) em igual período de 2013. Houve redução do *superavit* em todas as esferas do setor público, com destaque para o Governo Central (1,15 p.p. do PIB).

A receita bruta do Governo Federal atingiu R\$750 bilhões nos dez primeiros meses de 2014, elevando-se 5,6% em relação ao mesmo período de 2013. Destacaram-se os crescimentos nas receitas de dividendos (22,2%); do Imposto de Renda (7,1%), influenciado pelo aumento da massa salarial e das aplicações financeiras de renda fixa; e de *royalties* (9,4%).

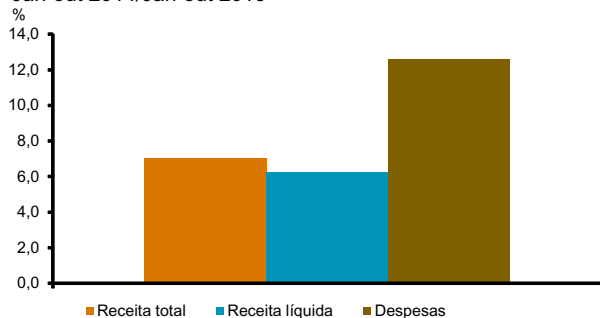
As despesas do Tesouro Nacional somaram R\$524,5 bilhões, com expansão de 15,2% no período. As despesas de pessoal e encargos sociais cresceram 7,4% e as de custeio e capital, 19,5%, com destaque para os aumentos respectivos de 106,9% e 41,1% nas relacionadas à compensação ao Fundo do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) e ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Em contrapartida, as despesas com subsídios e subvenções econômicas recuaram 12,2% nos dez primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013.

O *deficit* da Previdência Social atingiu R\$50,6 bilhões nos dez primeiros meses do ano, elevando-se 0,5% em relação a igual período de 2013. A arrecadação líquida da Previdência Social, refletindo a evolução da massa salarial e das compensações do RGPS, cresceu 10,5% e as despesas com benefícios, 8,8%, refletindo, em especial, elevações de 6,6% no valor médio dos benefícios pagos e de 3,4% na quantidade média mensal.

As receitas totais do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central), aumentaram 7% nos dez primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013, somando R\$1.000,7 bilhões, e as despesas cresceram 12,6%, para R\$842,7 bilhões.

Gráfico 3.15 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-out 2014/Jan-out 2013

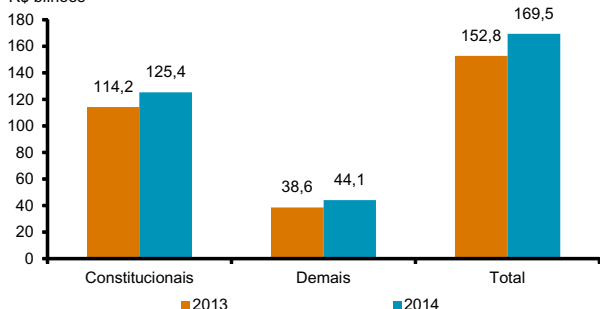


Fonte: MF/STN

Gráfico 3.16 – Transferências para estados e municípios

Acumulado Jan-out

R\$ bilhões



Fonte: MF/STN

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

% PIB

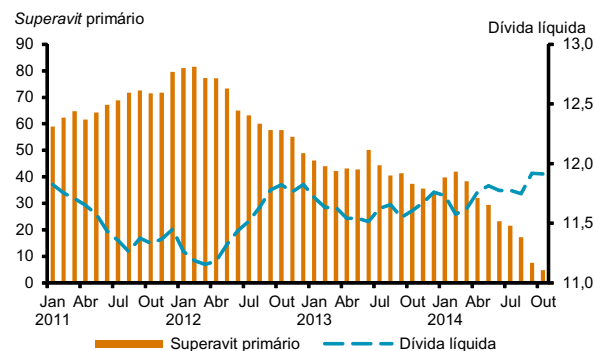
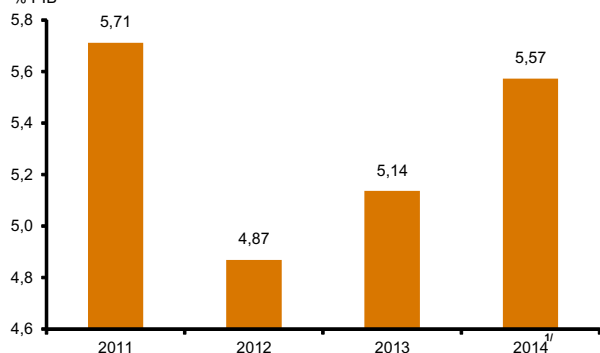


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados

% PIB



1/ Acumulado em doze meses até outubro.

As transferências para os governos regionais atingiram R\$169,5 bilhões nos dez primeiros meses do ano. O aumento de 11,0% em relação a igual período de 2013 refletiu, em especial, os impactos da elevação das transferências constitucionais, decorrente da maior arrecadação de tributos compartilhados, em especial do Refis, e dos auxílios financeiros a estados e municípios previstos na Medida Provisória nº 629 e na Lei nº 12.859, ambas de 2013.

O *superavit* primário dos estados e municípios atingiu R\$5,3 bilhões nos dez primeiros meses de 2014 (0,13% do PIB), ante R\$19,2 bilhões (0,48% do PIB) em igual período de 2013, com destaque para o recuo de 0,40 p.p. do PIB no *superavit* dos governos estaduais. A arrecadação do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, atingiu R\$283,4 bilhões de janeiro a setembro (aumento de 5,2% ante igual período de 2013).

O *deficit* primário das empresas estatais atingiu R\$2,3 bilhões (0,05% do PIB) nos dez primeiros meses do ano, ante resultado neutro no mesmo período de 2013.

Os juros nominais apropriados por competência totalizaram R\$230,7 bilhões (5,43% do PIB) nos dez primeiros meses de 2014 (4,89% do PIB em igual intervalo de 2013). Essa trajetória reflete, em parte, a elevação, de 6,61% para 8,93%, da taxa Selic acumulada no ano, nos períodos considerados.

O resultado nominal do setor público, que inclui o resultado primário e os juros nominais apropriados, foi deficitário em R\$242,2 bilhões (5,71% do PIB) nos dez primeiros meses de 2014 (3,61% do PIB no mesmo período de 2013). Ocorreram, no período, expansões da dívida mobiliária e do financiamento externo líquido, e reduções na dívida bancária líquida 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 resultaram em resgates líquidos, com impacto monetário expansionista, de R\$80,9 bilhões no trimestre encerrado em outubro, resultado de colocações de R\$120,1 bilhões e resgates de R\$201 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$8,4 bilhões, todas com

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2012		2013		Out 2014 ^{1/}	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	108,9	2,5	157,5	3,3	256,0	5,0
Primário	-105,0	-2,4	-91,3	-1,9	-28,6	-0,6
Juros	213,9	4,9	248,9	5,1	284,6	5,6
Fontes	108,9	2,5	157,5	3,3	256,0	5,0
Financiamento interno	131,5	3,0	179,1	3,7	248,0	4,9
Dívida mobiliária	311,4	7,1	113,8	2,3	325,8	6,4
Dívida bancária	-207,7	-4,7	45,7	0,9	-101,2	-2,0
Outros	27,8	0,6	19,6	0,4	23,4	0,5
Financiamento externo	-22,6	-0,5	-21,6	-0,4	8,0	0,2

1/ Acumulado em 12 meses.

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

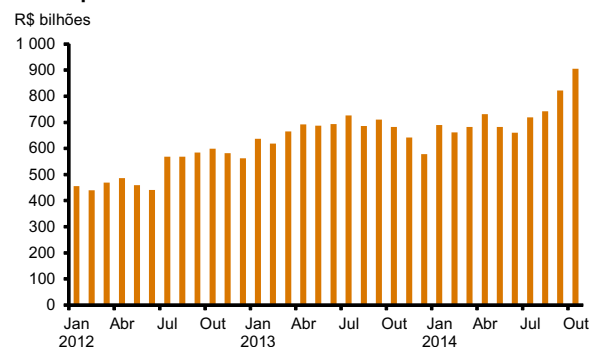


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

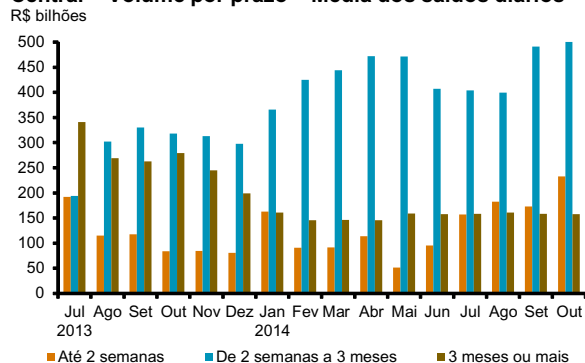
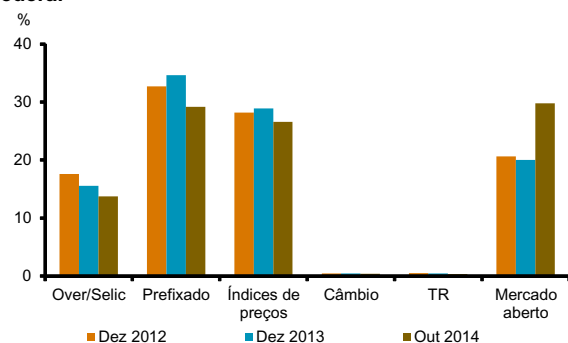


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B). Os resgastes antecipados somaram R\$0,7 bilhão.

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$905,2 bilhões em outubro. O aumento de 25,8% em relação à média de julho refletiu elevações nas operações de curtíssimo prazo, de R\$157,3 bilhões para R\$232,7 bilhões, e de duas semanas a três meses, de R\$403,6 bilhões para R\$515 bilhões; e redução, de R\$158,4 bilhões para R\$157,5 bilhões, nas de prazo de três a sete meses.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.050,8 bilhões em outubro (40,2% do PIB), recuando 1,36 p.p. do PIB em relação a julho e 0,41 p.p. do PIB em doze meses. A retração trimestral repercutiu resgates líquidos de R\$85,8 bilhões no mercado primário, incorporação de juros nominais de R\$53,8 bilhões, e o impacto de R\$0,9 bilhão decorrente da depreciação cambial de 7,8% no período.

Em outubro, as participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos atrelados à Selic, dos títulos prefixados e dos vinculados a índices de preços recuaram 1,5 p.p., 1,0 p.p. e 2,4 p.p., respectivamente, em relação a julho. A representatividade dos financiamentos do Banco Central por meio de operações no mercado aberto aumentou 5 p.p. e a dos títulos indexados à taxa de câmbio manteve-se estável, na mesma base de comparação.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações de financiamento, registrou a seguinte estrutura de vencimentos ao final de outubro: 0,01% do total em 2014; 21,57% em 2015; e 78,42% a partir de janeiro de 2016. Os títulos vencidos em doze meses representaram 21,57% do total da dívida mobiliária em mercado, cujo prazo médio de vencimento atingiu 53,5 meses.

O estoque líquido das operações de *swap* cambial somou R\$253,6 bilhões ao final de outubro. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do Depósito Interfinanceiro (DI) e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R\$9,2 bilhões, no conceito caixa.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

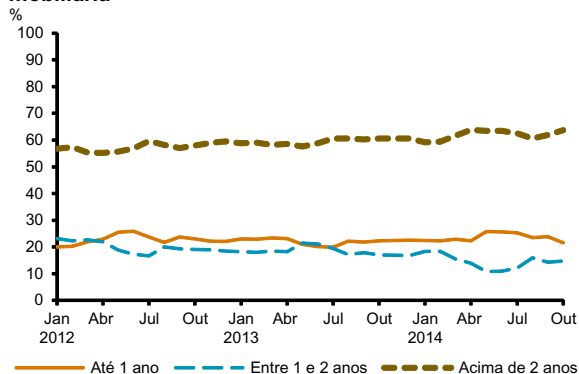


Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

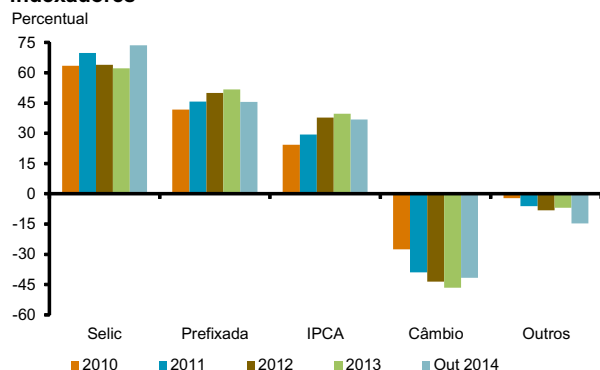
Fatores condicionantes

Discriminação	2012		2013		Out 2014	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida						
total – Saldo	1 550 083	35,3	1 626 335	33,6	1 842 091	36,1
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	41 536	-1,1	76 252	-1,7	215 756	2,5
Fatores	41 536	0,9	76 252	1,6	215 756	4,2
NFSP	108 912	2,5	157 550	3,3	242 208	4,7
Primário	-104 951	-2,4	-91 306	-1,9	11 557	0,2
Juros	213 863	4,9	248 856	5,1	230 651	4,5
Ajuste cambial	-56 560	-1,3	-95 923	-2,0	-30 912	-0,6
Dívida interna ^{1/}	-3 171	-0,1	-4 643	-0,1	- 856	0,0
Dívida externa	-53 389	-1,2	-91 280	-1,9	-30 056	-0,6
Outros ^{2/}	-5 011	-0,1	17 600	0,4	7 678	0,2
Reconhecimento						
de dívidas	-5 805	-0,1	-2 427	-0,1	-3 218	-0,1
Privatizações	0	0,0	-547	0,0	0	0,0
Efeito crescimento						
PIB		-2,1		-3,3		-1,7

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



Dívida líquida do setor público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) atingiu R\$1.842,1 bilhões em outubro (36,1% do PIB). A elevação de 2,5 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013 refletiu os impactos da apropriação de juros nominais (4,5 p.p.), do *deficit* primário (0,2 p.p.), da depreciação cambial de 4,3% acumulada no ano (-0,6 p.p.), do ajuste de paridade da dívida externa líquida (0,2 p.p.), do reconhecimento de ativos (-0,1 p.p.) e do efeito do crescimento do PIB nominal (-1,7 p.p.).

As maiores alterações na composição da DLSP nos dez primeiros meses de 2014 ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (11,5 p.p.) e pré-fixada (-6,1 p.p.), que passaram a representar, na ordem, 73,7% e 45,6% da DLSP ao final de outubro.

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, INSS, governos estaduais e governos municipais) atingiu R\$3.168,7 bilhões em outubro (62,0% do PIB), elevando-se 5,3 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2013. Destacaram-se os impactos da incorporação de juros sobre o total de passivos (5 p.p.), das emissões líquidas de dívida (3,1 p.p.) e do crescimento nominal do PIB (-2,9 p.p. do PIB).

3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro continuaram em expansão moderada no trimestre encerrado em novembro, com taxas de crescimento semelhantes nas carteiras de pessoas jurídicas – com destaque para os desembolsos do BNDES – e de pessoas físicas – com destaque para financiamentos habitacionais e operações de crédito consignado. Especificamente sobre crédito consignado, o desempenho do segmento foi impulsionado pela alteração no limite de prazos para contratações.

As taxas de juros médias e os *spreads* registraram relativa estabilidade no trimestre, período em que a inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu o menor nível da série iniciada em março de 2011.

A moderação do crescimento econômico e a adoção de medidas de incentivo à atividade de setores específicos impactaram a arrecadação neste ano. Esse fato, associado ao crescimento de algumas despesas acima do projetado, em especial de custeio e capital, foram determinantes para que

o setor público consolidado registrasse *deficit* primário de R\$11,6 bilhões nos dez primeiros meses de 2014.

Economia internacional

Tabela 4.1 – Maiores economias

Componentes do PIB^{1/}

Discriminação	Variação % trimestral anualizada							
	2013				2014			
	I	II	III	IV	I	II	III	
PIB								
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	3,5	-2,1	4,6	3,9	
Área do Euro	-1,5	1,3	0,7	1,0	1,3	0,3	0,6	
Reino Unido	2,1	2,7	3,5	2,5	3,0	3,7	2,8	
Japão	6,0	3,0	1,6	-1,5	5,9	-6,7	-1,9	
China	6,6	7,4	9,5	7,0	6,1	8,2	7,8	
Consumo das famílias								
Estados Unidos	3,6	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5	2,2	
Área do Euro	-0,9	0,5	0,5	0,6	0,6	1,1	2,1	
Reino Unido	2,3	1,3	1,9	1,0	2,7	2,4	3,2	
Japão	5,1	3,2	1,1	-0,3	8,9	-18,8	1,5	
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas								
Estados Unidos	1,5	1,6	5,5	10,4	1,6	9,7	7,1	
Área do Euro ^{2/}	-8,8	2,7	2,4	2,7	1,2	-2,5	-0,9	
Reino Unido ^{2/}	3,3	2,0	11,7	9,8	9,8	5,1	4,0	
Japão	-3,5	10,2	2,1	4,1	27,2	-17,6	-1,5	
Investimento residencial								
Estados Unidos	7,8	19,0	11,2	-8,5	-5,3	8,8	2,7	
Área do Euro ^{3/}	-5,6	-1,9	4,0	-1,1	3,8	-9,1	nd	
Reino Unido	0,7	29,2	4,9	3,7	24,4	14,8	-1,0	
Japão	3,9	9,2	18,2	9,0	9,6	-34,3	-24,4	
Exportações de bens e serviços								
Estados Unidos	-0,8	6,3	5,1	10,0	-9,2	11,1	4,9	
Área do Euro	1,2	7,2	2,8	3,1	1,5	5,6	3,1	
Reino Unido	-4,1	25,8	-17,3	0,8	-1,4	-1,7	-1,6	
Japão	17,9	12,4	-2,4	0,8	28,0	-1,8	5,2	
Importações de bens e serviços								
Estados Unidos	-0,3	8,5	0,6	1,3	2,2	11,3	-0,7	
Área do Euro	0,1	5,5	6,5	0,9	1,4	5,3	4,7	
Reino Unido	-10,3	14,7	6,3	-5,5	-7,9	-1,1	5,5	
Japão	4,1	9,5	7,1	15,5	27,2	-19,9	3,0	
Gastos do Governo								
Estados Unidos	-3,9	0,2	0,2	-3,8	-0,8	1,7	4,2	
Área do Euro ^{4/}	-0,1	0,6	0,6	1,4	0,5	1,2	1,2	
Reino Unido ^{4/}	-1,0	5,2	2,3	-0,4	-1,1	3,9	4,5	
Japão	5,5	5,1	3,2	1,8	-3,1	1,8	1,9	

Fontes: BEA, Thomson, Cabinet Office e Eurostat

1/ Informações referentes à China disponíveis apenas para o PIB.

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

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

A atividade econômica nos Estados Unidos da América (EUA), China e Reino Unido permaneceu em expansão no terceiro trimestre de 2014, em ritmo menor do que no trimestre anterior, enquanto na Área do Euro acelerou ligeiramente e no Japão recuou novamente. Nesse cenário, as cotações das *commodities* seguiram deprimidas, a inflação ao consumidor nas principais economias maduras manteve-se em patamar reduzido, e o *Federal Reserve* (Fed) anunciou o término do programa de compras de ativos. Os bancos centrais da Área do Euro e do Japão ampliaram suas políticas de afrouxamento quantitativo, a fim de diluir riscos de deflação em suas respectivas jurisdições.

4.1 Atividade econômica

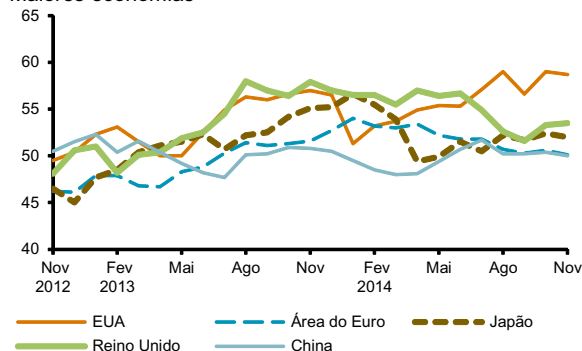
O PIB dos EUA cresceu, em termos anualizados, 3,9% no terceiro trimestre de 2014 (4,6% no anterior), destacando-se, no âmbito da demanda interna, as contribuições do consumo das famílias (1,5 p.p.), do investimento não-residencial (0,9 p.p.) e dos gastos do governo (0,8 p.p.). Por sua vez, a contribuição do setor externo atingiu 0,8 p.p., no período. Dados relativos a novembro sugerem a continuidade do processo de expansão da economia dos EUA: a produção industrial cresceu 5,2%, em relação a igual mês de 2013, e as vendas no varejo se expandiram 0,7% em relação a outubro.

Nesse cenário, foram criados 835 mil postos de trabalho no trimestre encerrado em novembro (713 mil no finalizado em agosto e 675 mil no encerrado em novembro de 2013) e a taxa de desemprego atingiu 5,8% em novembro (6,1% em agosto e 7,0% em novembro de 2013).

As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real atingiram 2,7% e 2,4%, respectivamente, no trimestre encerrado em outubro, e a taxa de poupança das famílias situou-se em 5,0%.

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

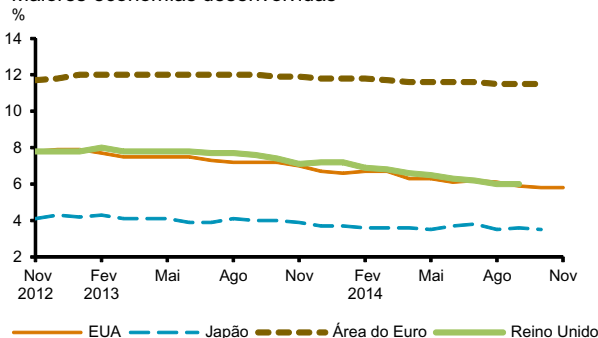
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 0,6% no terceiro trimestre de 2014 (0,3% no anterior), com destaque para as variações na Espanha (2,0%), França (1,1%) e Alemanha (0,3%). A produção industrial do bloco aumentou 0,1% em outubro, em relação a setembro, quando crescera 0,5%. O PMI do setor manufatureiro atingiu 50,1 pontos em novembro (50,3 pontos em setembro) e o índice de confiança dos consumidores, -11,6 pontos (-10,0 pontos em agosto). A taxa de desemprego situou-se em 11,5% em outubro, mesmo nível desde agosto.

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 2,8% no terceiro trimestre (3,7% no anterior), destacando-se, no âmbito da oferta, a expansão de 3,0% do setor de serviços. A taxa de desemprego recuou para 6,0% no trimestre encerrado em setembro (6,2% no terminado em junho). Em novembro, o PMI manufatura cresceu 0,2 ponto, para 53,5 pontos, melhor resultado desde julho.

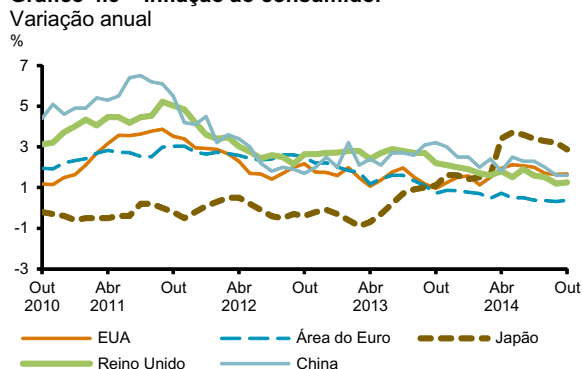
No Japão, em termos anualizados, o PIB recuou 1,9% no terceiro trimestre do ano (-6,7% no trimestre anterior). Destacaram-se, no âmbito da demanda interna, as contribuições da FBKF (-0,8 p.p.), dos investimentos residenciais (-0,8 p.p.), da variação de estoques privados (-2,5 p.p.) e do consumo das famílias (0,9 p.p.). A contribuição do setor externo atingiu 0,3 p.p. (4,2 p.p. no segundo trimestre), reflexo de aumentos de 5,2% nas exportações e de 3,0% nas importações. A taxa de desemprego alcançou 3,5% em outubro (3,6% em setembro), enquanto a produção industrial e as vendas no varejo variaram -0,8% e 1,4%, respectivamente, em relação a igual mês de 2013. O PMI manufatura recuou 0,4 ponto, para 52,0 pontos, em novembro.

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 7,8% no terceiro trimestre de 2014 (8,2% no segundo). Considerados intervalos de doze meses, o PIB cresceu 7,3% e 7,5%, respectivamente, nos períodos mencionados. Em novembro, as taxas de crescimento dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial atingiram 15,8%, 11,7% e 7,2%⁹, respectivamente (16,5%, 11,9% e 6,9%, na ordem, em agosto); o PMI composto atingiu 51,1 pontos (51,7 pontos em outubro); e o *superavit* da balança comercial somou US\$54,5 bilhões (média de US\$42,7 bilhões no terceiro trimestre).

9/ Produção industrial e vendas no varejo medidas de forma interanual, enquanto investimentos em ativos fixos refletem a variação acumulada no ano contra igual período do ano anterior.

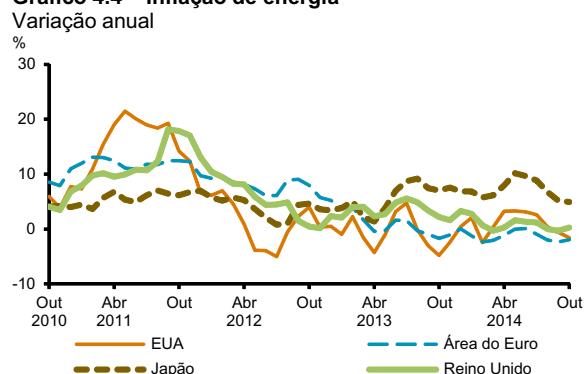
4.2 Política monetária e inflação

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor



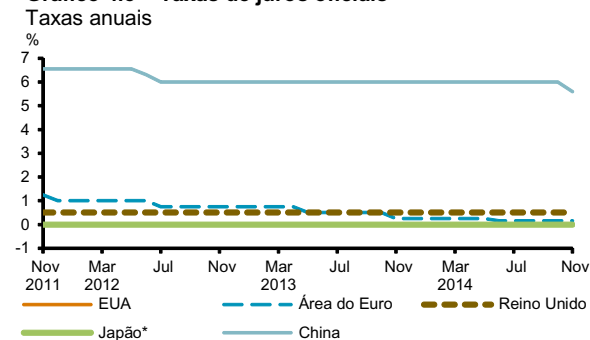
Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.4 – Inflação de energia



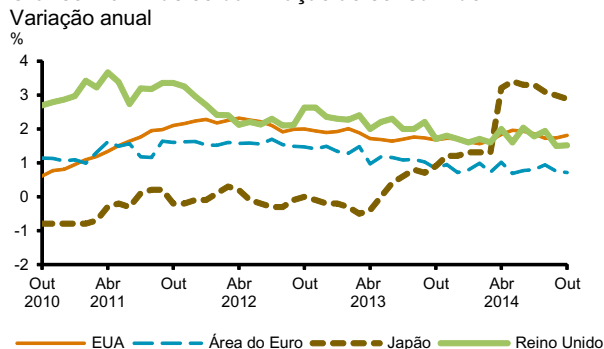
Fonte: Thomson

Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais



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



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

A inflação anual ao consumidor nos EUA (medida pela variação do IPC) atingiu 1,7% em outubro (1,7% em agosto), com recuo, de 2,6% para -1,6%, na inflação da energia e aumento, de 2,6% para 3,1%, na inflação de alimentos. A variação anual do núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, atingiu 1,8% em outubro (1,7% em agosto).

O Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) do *Federal Reserve* manteve, nas reuniões de setembro e outubro, a meta para a taxa dos *Fed funds* entre 0% e 0,25% a.a. Na reunião de outubro, o FOMC decidiu concluir o programa de compra de ativos (*Quantitative Easing* – QE). Não obstante, segundo o *forward guidance*, o atual intervalo para a taxa dos *Fed funds*, em vigor desde dezembro de 2008, deverá ser mantido por tempo considerável, inclusive após o recém terminado QE, especialmente se a inflação projetada continuar abaixo da meta de longo prazo de 2,0% e as expectativas inflacionárias de longo prazo permanecerem bem ancoradas.

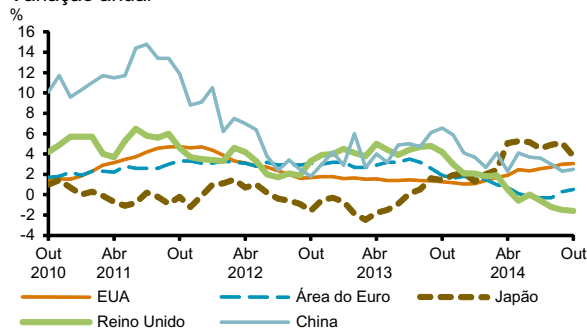
Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,4% em outubro (mesmo patamar de julho), com variações de 0,5% nos preços de alimentos e de -2,0% nos de energia. A variação anual do núcleo do IPCH – que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo – alcançou 0,7% em outubro (0,8% em julho).

O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) manteve, nas reuniões de outubro e novembro, as taxas das principais operações de refinanciamento (*main refinancing operations*), de depósito (*deposit facility*) e de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) nas mínimas históricas respectivas de 0,05% a.a., -0,20% a.a. e 0,30% a.a. Dando prosseguimento às decisões tomadas na reunião de outubro, o BCE deu início às compras de bônus (*covered bonds*) e de títulos securitizados (*asset-backed securities* – ABS), ambos com duração mínima de dois anos. Essas medidas, assim como as operações de refinanciamento introduzidas em junho último (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO), visam estimular o fluxo de crédito e ancorar as expectativas de inflação de médio e longo prazo em patamar próximo, mas inferior a 2,0% a.a.

No Reino Unido, a inflação anual ao consumidor, medida pelo IPC, atingiu 1,3% em outubro (1,6% em julho), com destaque para as contribuições das variações dos preços da energia (0,3%) e dos alimentos (-1,6%). A variação anual

Gráfico 4.7 – Inflação de alimentos^{1/}

Variação anual



Fonte: Thomson

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

do núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 1,5% em outubro (1,8% em julho).

O Comitê de Política Monetária do Banco da Inglaterra (BoE) manteve, nas reuniões de outubro e novembro, 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 programa de compra de ativos (QE) em £375 bilhões. Conforme 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 inflação se mantenha próxima à meta. De acordo com a comunicação do BoE, prevalece o entendimento de que, ao final do processo de normalização das condições monetárias, 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 BoE pondera que o QE deve ser mantido no volume atual pelo menos até a primeira elevação da *Bank rate*.

No Japão, as variações anuais do IPC e do núcleo do IPC que exclui alimentos *in natura* atingiram 2,9% em outubro. A inflação anual da energia se situou em 4,9% e a de alimentos, em 3,8%, no período (8,8% e 4,5%, respectivamente, em julho).

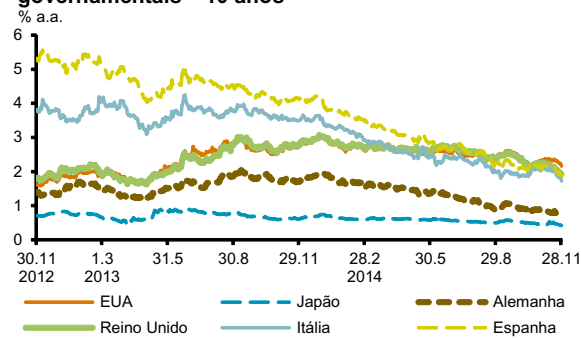
O Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) alterou, na reunião de 31 de outubro, as diretrizes para as operações do mercado monetário. No âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, o Comitê decidiu aumentar a base monetária em ritmo anual de aproximadamente ¥80 trilhões (¥60-70 trilhões na diretriz passada). Adicionalmente, o Comitê aumentou as compras de ativos e estendeu a maturidade remanescente média das compras de títulos do governo japonês (JGB). Ressalte-se que o BoJ conduzirá as compras de cotas de fundos de índices (*exchange-traded funds* – ETF) e de fundos de investimento imobiliário (*Japan real estate investment trusts* – J-REIT), com o propósito de triplicar os saldos anuais desses veículos¹⁰.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,6% em outubro (2,3% em julho), com desacelerações dos preços da energia, de 1,1% para 0,5%, e dos alimentos, de 3,6% para 2,5%. Nesse contexto, em novembro, o Banco do Povo da China (BPC) reduziu as taxas de juros de empréstimo de um ano (de 6,0%, para 5,6%) e de depósito de um ano (de 3,0% para 2,75%). As taxas de recolhimento compulsório

10/ Os saldos anuais das compras de *commercial papers* e de títulos corporativos foram mantidos, respectivamente, em ¥2,2 trilhões e 3,2 trilhões.

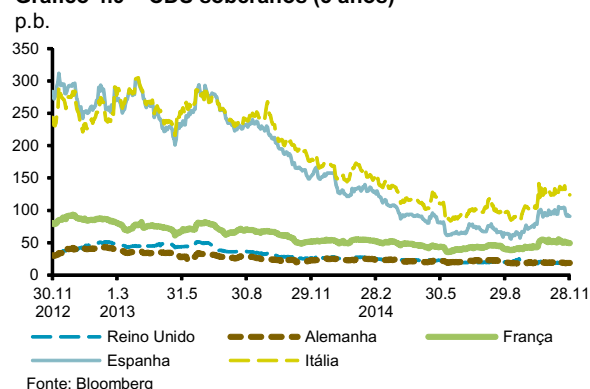
para pequenos e grandes bancos foram mantidas em 18,0% e 20,0%, respectivamente (alíquotas em vigor desde maio de 2012).

Gráfico 4.8 – Retorno anual sobre títulos governamentais – 10 anos



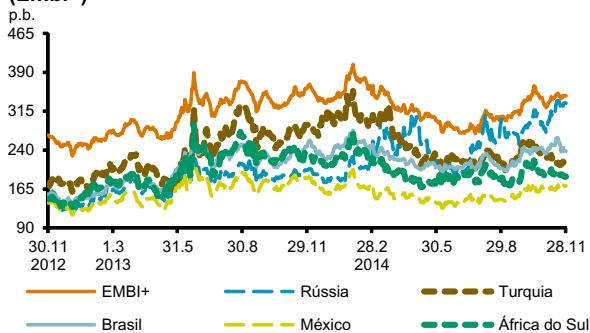
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – CDS soberanos (5 anos)



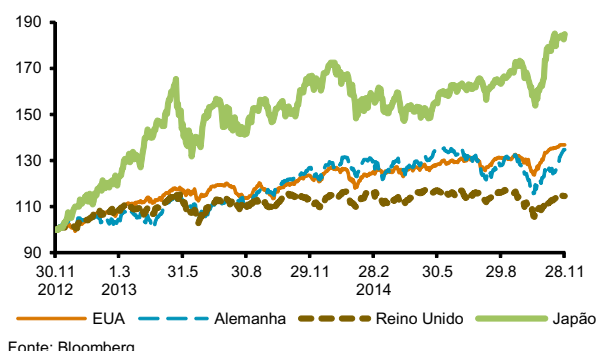
Fonte: Bloomberg

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



Fonte: Thomson Reuters

Gráfico 4.11 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão
30.11.2012 = 100



Fonte: Bloomberg

4.3 Mercados financeiros internacionais

A elevação da percepção de risco provocou aumento na demanda por títulos soberanos de dez anos no trimestre encerrado em novembro. Nesse contexto, a rentabilidade anual dos títulos dos EUA, após apresentar volatilidade no período, atingiu 2,16% ao final de novembro (2,34% ao final de agosto), enquanto as de ativos correspondentes do Reino Unido, Alemanha e Japão recuaram, na ordem, 44 p.b., 19 p.b. e 8 p.b., posicionando-se em 1,93%, 0,70% e 0,42%, respectivamente, ao final de novembro.

Em cenário de maior volatilidade nos mercados financeiros e de desconfiança em relação à sustentabilidade da retomada da atividade econômica na Área do Euro, os prêmios de risco soberano, medidos pelos *Credit Default Swaps* (CDS), de Itália, Espanha e França aumentaram, na ordem, 27 p.b., 27 p.b. e 9 p.b. no trimestre. Por seu turno, os CDS de Alemanha e Reino Unido recuaram 2 p.b. no período.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) aumentou 40 p.b., para 345 p.b., no trimestre encerrado em novembro. Essa evolução refletiu, em parte, os impactos do fim do programa de compra de ativos do Fed, da redução na perspectiva de crescimento de importantes mercados emergentes e de tensões geopolíticas na Rússia/Ucrânia. Nesse cenário, destacaram-se os aumentos nos indicadores do Brasil (33 p.b.), Rússia (32 p.b.), México (26 p.b.) e África do Sul (2 p.b.) que atingiram, na ordem, 238 p.b., 331 p.b., 171 p.b. e 189 p.b., ao final do período. O indicador da Turquia recuou 2 p.b. e encerrou o trimestre em 216 p.b.

Os indicadores dos principais mercados acionários de economias maduras apresentaram tendências distintas no trimestre encerrado em novembro. Observaram-se aumentos nos índices *Nikkei 225*, do Japão (13,2%); *DAX*, da Alemanha (5,4%); *Dow Jones*, dos EUA (4,3%); *IBEX 35*, da Espanha (0,4%) e *CAC 40*, da França (0,2%). Por outro lado, houve recuos nos indicadores *FTSE MIB*, da Itália (2,1%) e *FTSE 100*, do Reino Unido (1,4%).

Gráfico 4.12 – VIX – Índice de volatilidade

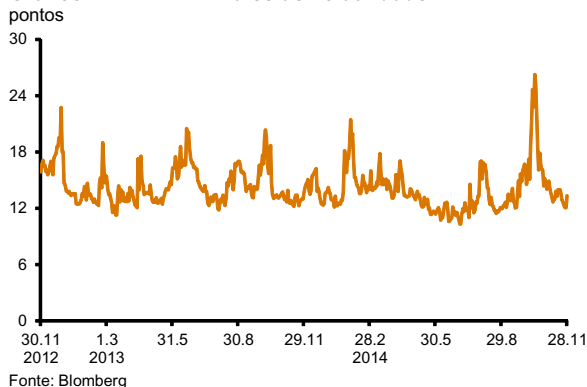


Gráfico 4.13 – Bolsas de valores: mercados emergentes

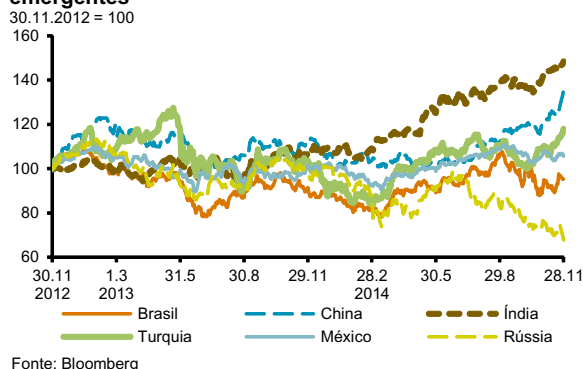


Gráfico 4.14 – Cotações do dólar

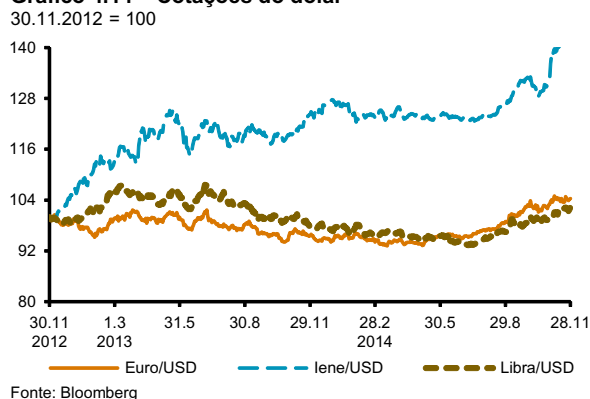
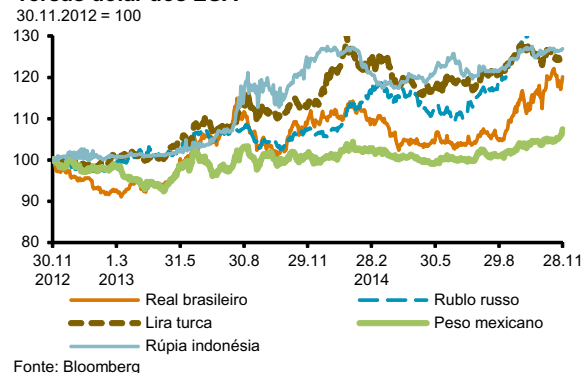


Gráfico 4.15 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA



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, atingiu 13,3 pontos ao final de novembro (12 pontos ao final de agosto). O indicador se posicionou em 26,3 pontos em meados de outubro, momento de acentuado aumento da aversão ao risco.

Nos mercados acionários de economias emergentes, destacaram-se, no trimestre até novembro, as elevações nos índices *Shanghai Composite*, da China (21,0%); *Sensex*, da Índia (7,7%); e *ISE*, da Turquia (7,3%). Em sentido inverso, houve recuos nos índices *RTSI*, da Rússia (18,1%); *Ibovespa*, do Brasil (10,7%); e *IPC*, do México (3,2%).

O dólar dos EUA se valorizou no trimestre encerrado em novembro, em cenário de perspectivas de crescimento mais favorável dos EUA, em relação a outras importantes áreas econômicas, e de final do programa de compras de ativos pelo Fed. Destacaram-se, no período, as apreciações do dólar ante o euro (5,5%), libra (6,0%) e iene (14,0%), e no âmbito das economias emergentes, as valorizações frente às moedas do Brasil (11,4%), Rússia (10,4%), Turquia (3,6%), México (3,1%) e Indonésia (2,7%).

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), calculado pelo Banco Central, cresceu 9,30% em novembro, em relação a agosto, com variações respectivas de 13,27%, 6,57% e -6,05% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br diminuiu 2,65% no período¹¹. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 3,86% em relação ao trimestre encerrado em agosto.

A média do índice S&P e *Goldman Sachs Spot* recuou 14,39% em novembro, em relação a agosto (-0,95%, -3,97% e -19,57%, respectivamente, nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas).

A cotação média do milho aumentou 4,4% no trimestre encerrado em novembro, impactada pelo atraso na colheita nos EUA e pela estimativa de redução, pelo Departamento de Agricultura Norte-Americano (USDA), da produtividade

11/O indicador considera médias mensais de observações diárias. Portanto, a desvalorização de 2,65% mencionada refere-se às médias das taxas de câmbio de agosto e de novembro.

Gráfico 4.16 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Gráfico 4.17 – IC-Br segmentos

Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)

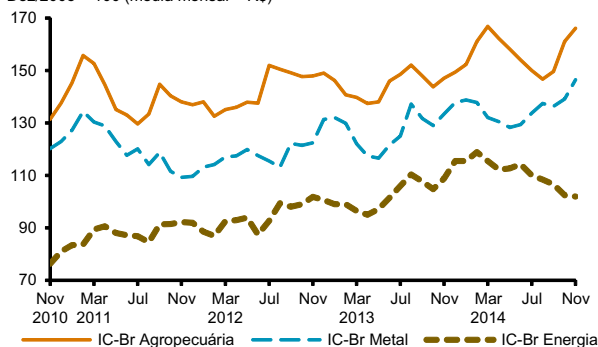


Gráfico 4.18 – Commodities: trigo, milho e soja

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)

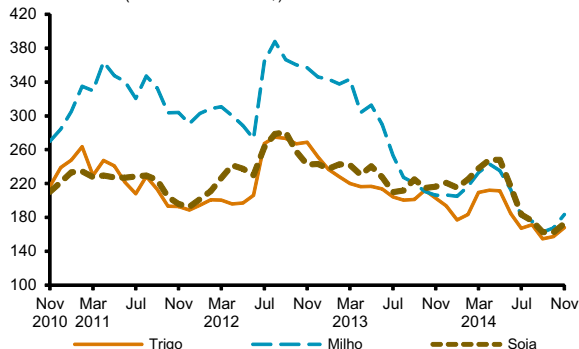
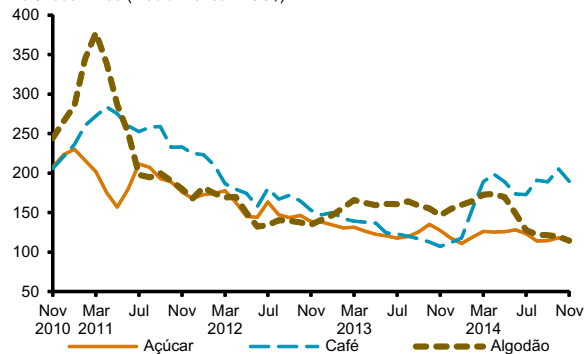


Gráfico 4.19 – Commodities: açúcar, café e algodão

Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



da safra. Em sentido oposto, destacaram-se reduções nas cotações da soja (1,9%), reflexo de aumento da estimativa para a produtividade da safra nos EUA; do café (0,6%), repercutindo perspectivas de regime adequado de chuvas em regiões produtoras do Brasil; e do algodão (6,5%), em consequência da imposição, pela China, de limite de importação de 894 mil toneladas para 2015.

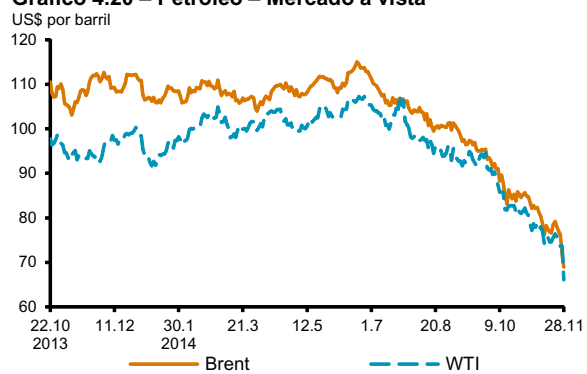
No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do zinco, cobre, chumbo e níquel diminuíram 3,1%, 4,5%, 9,2% e 15,2%, respectivamente, no trimestre encerrado em novembro, e a do alumínio aumentou 0,9%. A cotação média do minério de ferro de teor 65%, no mercado à vista chinês, recuou 17,8%, para US\$82,90, no período, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. A evolução do preço do minério de ferro refletiu, em especial, o menor dinamismo do mercado imobiliário chinês e o aumento da oferta mundial do metal.

As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram US\$78,44 e US\$75,81 (menores valores desde setembro de 2010), respectivamente, em novembro, recuando, na ordem, 23,0% e 21,3% em relação a agosto. Essa evolução refletiu o aumento da oferta global do produto, a resistência dos países membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) em reduzir sua produção e a redução das estimativas para a demanda global.

4.5 Conclusão

As principais economias voltaram a apresentar ritmo de expansão heterogêneo no terceiro trimestre do ano. De um lado, EUA, Reino Unido e China mostraram taxas de crescimento expressivas, contrastando com o resultado negativo no Japão e com a expansão modesta na Área do Euro. A inflação segue baixa nas principais economias. Na Área do Euro e no Japão, os bancos centrais intensificaram seus programas de afrouxamento quantitativo e nos EUA, prevalecem perspectivas de lenta e progressiva normalização da política monetária. Nos mercados de moeda, de modo geral, observou-se apreciação do dólar dos EUA.

Gráfico 4.20 – Petróleo – Mercado à vista



Setor externo

O *deficit* em transações correntes totalizou US\$80 bilhões nos onze primeiros meses do ano. A elevação de 10,4% em relação a igual período de 2013 refletiu, em especial, o *deficit* da balança comercial e a elevação das remessas de lucros. Os ingressos de investimentos estrangeiros, sob a forma de investimentos diretos, ações, títulos e empréstimos no exterior de médio e longo prazos e títulos no país, somaram US\$112,2 bilhões no período (US\$93,2 bilhões em igual período de 2013).

5.1 Movimento de câmbio

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013			2014	
	Nov	Jan-nov	Ano	Nov	Jan-nov
Comercial	4,2	13,0	11,1	-1,4	3,6
Exportação	21,6	215,3	232,9	14,7	204,7
Importação	17,4	202,3	221,8	16,0	201,0
Financeiro ^{1/}	-1,7	-16,5	-23,4	-2,1	1,1
Compras	36,1	406,5	451,7	35,2	467,9
Vendas	37,8	423,0	475,1	37,3	466,7
Saldo	2,5	-3,5	-12,3	-3,5	4,8

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

O *superavit* do mercado de câmbio contratado somou US\$4,8 bilhões nos onze primeiros meses de 2014 (*deficit* de US\$3,5 bilhões em igual período de 2013). Houve *superavit* de US\$3,6 bilhões no segmento comercial, com reduções respectivas de 5,0% e 0,6% nas contratações de exportações e de importações; e de US\$1,1 bilhão no segmento financeiro, com aumentos de 15,1% nas compras e de 10,4% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio nos onze 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 novembro de 2014. 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\$14 bilhões, em novembro de 2014.

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Exportação	221 188	207 611	-6,1
Importação	221 439	211 833	-4,3
Saldo	-251	-4 223	
Corrente de comércio	442 626	419 444	-5,2

Fonte: MDIC/Secex

5.2 Comércio de bens

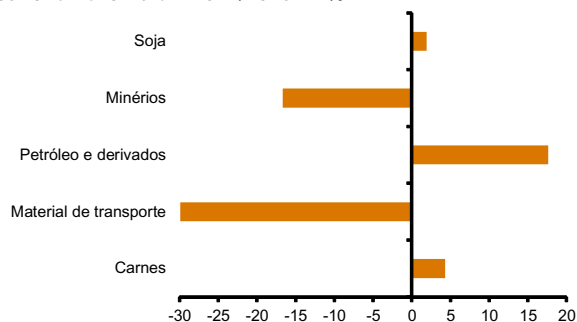
A balança comercial apresentou *deficit* de US\$4,2 bilhões nos onze primeiros meses de 2014 (*deficit* de US\$251 milhões em igual período de 2013). As exportações totalizaram US\$207,6 bilhões (US\$221,2 bilhões no mesmo período

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

Média diária – Janeiro-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Total	953,4	898,7	-5,7
Básicos	449,2	441,2	-1,8
Industrializados	482,1	432,4	-10,3
Semimanufaturados	119,8	114,9	-4,0
Manufaturados	362,3	317,4	-12,4
Operações especiais	22,1	25,2	14,1

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtosJaneiro-novembro – 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-novembro

Discriminação	US\$ milhões		
	2013	2014	Var. %
Total	954,5	917,0	-3,9
Bens de capital	204,4	190,9	-6,6
Matérias-primas	425,8	414,5	-2,7
Bens de consumo	163,1	155,7	-4,5
Duráveis	88,6	81,7	-7,7
Automóveis de passageiros	36,0	30,7	-14,7
Não duráveis	74,5	74,0	-0,7
Combustíveis e lubrificantes	161,3	156,0	-3,3
Petróleo	64,4	61,8	-4,1
Demais	96,8	94,2	-2,7

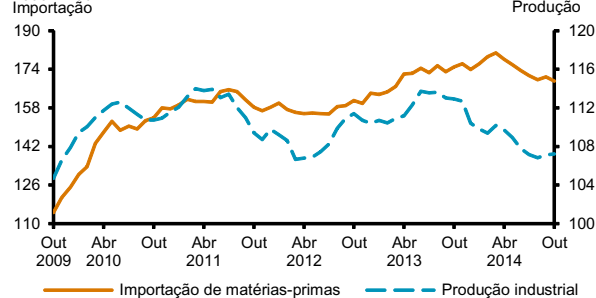
Fonte: MDIC/Secex

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

Índices dessazonalizados

2006 = 100

Importação



Fontes: Funcex e IBGE

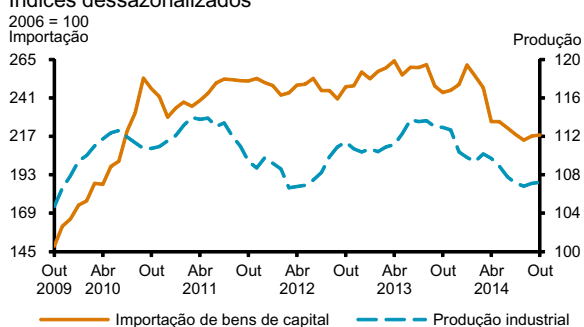
de 2013), as importações, US\$211,8 bilhões (US\$221,4 bilhões no mesmo período de 2013), e a corrente de comércio, US\$419,4 bilhões, variando -6,1%, -4,3% e -5,2%, respectivamente, no período.

A média diária das exportações recuou 5,7% nos onze primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013. Destacaram-se as reduções nas vendas de manufaturados, 12,4% (plataformas para extração de petróleo, -69,7%; automóveis de passageiros, -40,5%); semimanufaturados, 4,0% (açúcar em bruto, -18,4%); e de produtos básicos, 1,8%. Nessa categoria de fator agregado, destacaram-se a redução de 18,3% nas vendas de minério de ferro (que repercutiu a redução de preços – em cenário de aumento da produção mundial e menor demanda pela economia chinesa); e o aumento de 33,9% nas de petróleo em bruto (impulsionadas pelo aumento da produção doméstica ao longo do segundo semestre). As vendas médias diárias de produtos básicos, manufaturados e semimanufaturados representaram, na ordem, 49,1%, 35,3% e 12,8% do total exportado pelo país nos onze primeiros meses de 2014.

As importações médias diárias recuaram 3,9% nos onze primeiros meses de 2014, em relação a igual intervalo de 2013, com destaque para as reduções de 7,7% nas aquisições de bens de consumo duráveis (automóveis de passageiros, -14,7%) e de 6,6% nas de bens de capital (maquinaria industrial, -16,8%). As compras de combustíveis e lubrificantes diminuíram 3,3%; as de matérias primas, 2,7% (acessórios de equipamento de transporte, -13,0%); e as de bens de consumo não duráveis, 0,7% (produtos alimentícios e produtos farmacêuticos, ambos -2,3%). A participação das aquisições médias diárias de matérias primas, bens de consumo não duráveis, e de combustíveis e lubrificantes no total das compras externas do país nos onze primeiros meses do ano aumentaram, na ordem, 0,6 p.p., 0,3 p.p. e 0,1 p.p. em relação a igual intervalo de 2013. Em contrapartida, as participações das importações de bens de capital e de bens de consumo duráveis recuaram 0,6 p.p. e 0,4 p.p., respectivamente, no período.

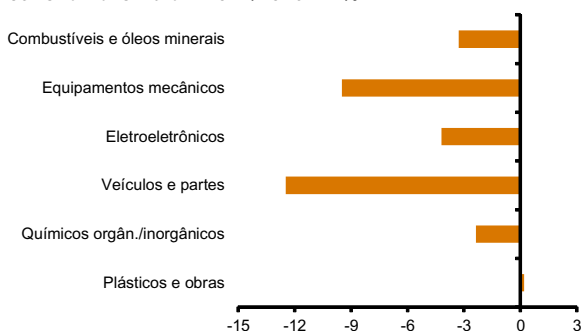
A média diária da corrente de comércio recuou 4,8% nos onze primeiros meses de 2014, em relação a igual período de 2013, destacando-se as reduções no fluxo comercial com a Argentina (21,4%), União Europeia (9,4%), África (6,1%), demais países (5,3%) e China (4,8%). Em contrapartida, houve aumento no comércio com os países da Europa Oriental (12,3%), EUA (2,7%) e com os países do Oriente Médio (0,8%).

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-novembro – 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-novembro

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2013	2014	Var.	2013	2014	Var.	2013	2014
			%			%		
Total	953	899	-5,7	954	917	-3,9	-1	-18
A.Latina e Caribe	207	183	-11,8	162	150	-7,5	45	33
Mercosul-5 ^{1/}	117	100	-14,6	82	73	-10,3	35	26
Argentina	79	57	-26,9	66	56	-14,9	13	1,4
Demais	38	42	10,8	16	17	8,7	22	25
Demais	90	83	-8,2	80	77	-4,6	10	6
EUA ^{2/}	98	107	9,5	144	142	-1,9	-47	-35
UE	190	168	-11,5	202	188	-7,3	-12	-19
Europa Oriental	16	18	13,2	14	16	11,2	1,9	2
Oriente Médio	43	41	-4,5	30	32	8,3	13	9
Ásia	308	296	-4,0	292	286	-2,0	16	10
China	184	167	-9,3	149	150	0,8	35	17
Outros	124	129	4,0	143	136	-5,0	-19	-7
África	43	38	-11,7	69	67	-2,5	-25	-29
Demais	48	48	-0,8	41	36	-10,5	7	11

Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

As exportações para os EUA e para os países da Europa Oriental aumentaram 9,5% e 13,2%, respectivamente, contrastando com as reduções nas vendas externas para todos os demais destinos. Nesse contexto, houve diminuições de 4,0% nos embarques para a Ásia (32,9% do total), com destaque para o recuo de 9,3% nas vendas diárias para a China (18,6% do total), influenciado pela retração nos preços de minério de ferro e petróleo; e de 26,9% para a Argentina (6,4% do total).

Em relação às importações médias diárias, destacaram-se, nos onze primeiros meses de 2014, as reduções nas originárias da América Latina e Caribe (7,5%), com retração de 14,9% nas provenientes da Argentina; União Europeia (7,3%) e Ásia (2,0%), apesar do aumento de 0,8% nas importações oriundas da China. Por outro lado, houve aumentos nas importações médias diárias originárias do Oriente Médio (11,2%), em especial de petróleo, implicando em redução da importância da Nigéria como fornecedora desta *commodity*, e da Europa Oriental (8,3%), concentradas em fertilizantes.

De acordo com a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), o recuo de 6,1% no valor das exportações nos onze primeiros meses de 2014, em relação a igual período do ano anterior, refletiu reduções de 4,5% nos preços e de 1,7% no *quantum*. Ocorreram recuos de preços em todas as categorias de fator agregado: básicos (7,7%), impactado pela retração nas cotações internacionais de minério de ferro e petróleo; semimanufaturados (4,0%); e manufaturados (0,4%). O *quantum* exportado dessas categorias variou 6,1%, -0,5% e -12,6%, respectivamente, no período.

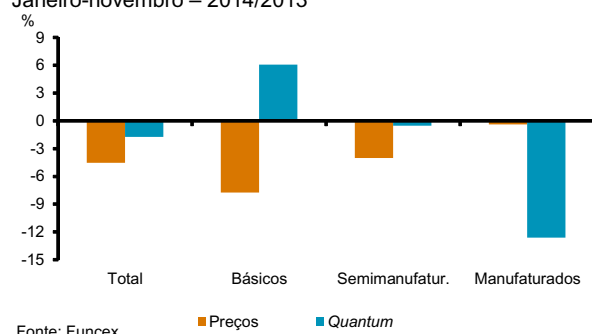
O valor das importações recuou 4,3% nos onze primeiros meses de 2014, reflexo de reduções de 2,7% no *quantum* e de 1,6% nos preços. Houve retrações nos preços de bens intermediários (3,1%), de bens de consumo não duráveis (1,1%) e de combustíveis e lubrificantes (0,6%), e aumentos nos de bens de consumo duráveis (1,9%) e bens de capital (1,8%). O *quantum* exportado dessas categorias de uso variou, na ordem, 0,2%, -0,4%, -1,3%, -12,7% e -12,1%, no período.

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes somou US\$80 bilhões nos onze primeiros meses de 2014 (US\$72,5 bilhões em igual período do ano anterior). Considerados intervalos de doze

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

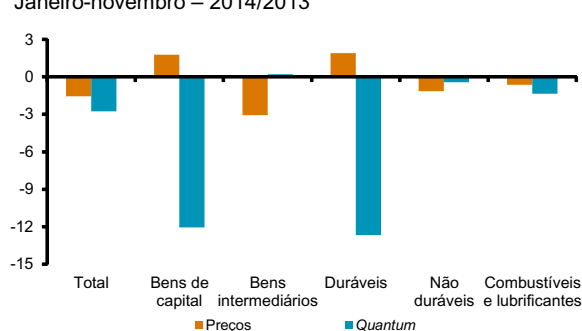
Janeiro-novembro – 2014/2013



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-novembro – 2014/2013



Fonte: Funcex

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões						
	2013			2014			2015
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-5,1	-72,5	-81,1	-9,3	-80,0	-86,2	-83,5
Balança comercial	1,7	-0,3	2,4	-2,4	-4,2	-2,5	6,0
Exportações	20,9	221,2	242,0	15,6	207,6	227,5	234,0
Importações	19,1	221,4	239,6	18,0	211,8	230,0	228,0
Serviços	-3,5	-42,9	-47,1	-3,7	-43,7	-46,6	-51,6
Transportes	-0,7	-9,2	-9,8	-0,7	-8,3	-9,0	-9,5
Viagens internacionais	-1,3	-16,7	-18,3	-1,2	-17,1	-18,3	-18,5
Computação e inform.	-0,3	-4,1	-4,5	-0,3	-4,0	-4,4	-4,6
Aluguel equipamentos	-1,4	-17,0	-19,1	-1,6	-19,9	-22,0	-25,5
Demais	0,3	4,0	4,5	0,2	5,5	7,1	6,5
Rendas	-3,5	-32,3	-39,8	-3,4	-33,7	-39,6	-40,2
Juros	-0,7	-11,5	-14,2	-0,7	-11,6	-14,5	-14,2
Lucros e dividendos	-2,8	-21,2	-26,0	-2,7	-22,4	-25,5	-26,5
Salários e ordenados	0,0	0,5	0,5	0,0	0,3	0,3	0,5
Transferências correntes	0,1	3,0	3,4	0,2	1,6	2,5	2,3

1/ Projeção.

meses, o *deficit* totalizou US\$88,7 bilhões em novembro (4,05% do PIB).

As despesas líquidas de serviços atingiram US\$43,7 bilhões. O aumento de 1,9%, na mesma base de comparação, repercutiu, em especial, a expansão de 17,0% nos gastos líquidos com aluguel de equipamentos e o recuo de 9,8% nas despesas líquidas com transportes. Os gastos de brasileiros em viagens internacionais e de turistas estrangeiros em viagens ao Brasil somaram US\$23,5 bilhões e US\$6,4 bilhões, respectivamente (elevações, na ordem, de 3,0% e 4,3% em relação a igual intervalo de 2013).

As remessas líquidas com juros totalizaram US\$11,6 bilhões nos onze primeiros meses do ano, elevação de 0,8% em relação a igual período de 2013. Os pagamentos de juros ao exterior diminuíram 2,7%, para US\$15,6 bilhões, e as receitas de juros, 11,8%, para US\$4 bilhões. Em particular, as receitas provenientes da remuneração das reservas internacionais recuaram 12,5%, evolução consistente com o comportamento das taxas de juros internacionais.

As remessas líquidas de lucros e dividendos atingiram US\$22,4 bilhões, elevando-se 5,7% no período. As empresas do setor industrial e do setor de serviços foram responsáveis, na ordem, pelo envio de 56,1% e 39,8% das remessas brutas de lucros e dividendos de Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) no período, com destaque para os segmentos bebidas; produtos químicos; eletricidade, gás e outras utilidades; serviços financeiros; e metalurgia.

As transferências unilaterais somaram ingresso líquido de US\$1,6 bilhão nos onze primeiros meses de 2014 (recuo de 45,0% em relação a igual intervalo de 2013), com destaque para a redução de 33,2% nos ingressos líquidos para manutenção de residentes.

5.4 Conta financeira

A conta financeira acumulou ingressos líquidos de US\$96,1 bilhões nos onze primeiros meses de 2014 (US\$68 bilhões em igual período do ano anterior).

Os investimentos brasileiros diretos no exterior (IBD) acumularam retornos líquidos de US\$1,4 bilhão no período (US\$3,3 bilhões nos onze primeiros meses de 2013). Os fluxos de IBD-Participação no capital somaram US\$19,4 bilhões em aplicações líquidas no exterior e os retornos

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2014 e 2015

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões						
	2013			2014			2015
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-5,1	-72,5	-81,1	-9,3	-80,0	-86,2	-83,5
Balança comercial	1,7	-0,3	2,4	-2,4	-4,2	-2,5	6,0
Exportações	20,9	221,2	242,0	15,6	207,6	227,5	234,0
Importações	-19,1	-221,4	-239,6	-18,0	-211,8	-230,0	-228,0
Serviços e Rendas	-7,0	-75,2	-86,9	-7,2	-77,4	-86,2	-91,8
Viagens	-1,3	-16,7	-18,3	-1,2	-17,1	-18,3	-18,5
Juros	-0,7	-11,5	-14,2	-0,7	-11,6	-14,5	-14,2
Lucros e dividendos	-2,8	-21,2	-26,0	-2,7	-22,4	-25,5	-26,5
Demais	-2,1	-25,8	-28,3	-2,5	-26,3	-27,9	-32,6
Transferências	0,1	3,0	3,4	0,2	1,6	2,5	2,3
Conta capital e finan.	5,7	69,1	74,2	9,2	96,7	105,4	86,9
Conta capital	0,1	1,1	1,2	0,0	0,5	0,6	0,7
Investim. brasileiros ^{2/}	-3,9	-42,0	-45,4	2,2	-48,8	-51,2	-26,5
Investim. estrang.	8,0	91,0	100,3	6,9	136,5	139,4	93,7
IED	8,3	57,5	64,0	4,6	55,8	63,0	65,0
Ações totais ^{3/}	0,9	10,7	11,6	-0,3	12,1	13,0	13,0
Títulos no país	-2,3	25,6	25,4	-0,4	28,6	28,0	20,0
Emprést. e tit. LP	2,6	-1,4	-0,5	2,4	20,2	20,4	-4,3
Títulos públicos	1,1	0,5	0,5	-0,1	2,5	2,5	-1,7
Títulos privados	-0,4	-1,1	-2,9	0,7	-0,7	-	-
Empréstimos dir.	1,2	0,4	0,6	1,5	16,2	15,1	-
Demais ^{4/}	0,6	-1,2	1,2	0,3	2,1	2,8	-2,6
Emprést. e tit. CP	-1,4	-1,5	-0,2	0,5	19,7	15,0	-
Demais ^{5/}	1,5	18,9	18,1	0,1	8,4	16,6	19,1
Erros e omissões	-1,6	0,2	0,9	0,6	4,0	-	-
Ativos de reserva	1,0	3,2	5,9	-0,4	-20,7	-19,2	-3,4
Memo:							
Transações corr./PIB (%)	-3,5	-3,6		-4,0	-3,9	-3,8	
IED / PIB (%)	2,8	2,9		2,8	2,9	3,0	

1/ Projeção.

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

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

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

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

Este box apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2014 e as primeiras estimativas para 2015. As revisões consideraram os dados ocorridos desde o Relatório publicado em setembro, as atualizações em relação às tendências dos cenários econômicos internacional e brasileiro, e as estatísticas mais recentes relativas ao estoque do endividamento externo do país e ao seu serviço.

Para 2014, a projeção para o *deficit* em transações correntes foi elevada para US\$86,2 bilhões (3,9% do PIB). A revisão repercutiu a reversão, de *superavit* de US\$3 bilhões para *deficit* de US\$2,5 bilhões, no saldo comercial; e a elevação, de US\$85,5 bilhões para US\$86,2 bilhões, nas remessas líquidas para serviços e rendas.

As projeções para exportações e importações para 2014, refletindo, em parte, sua evolução nos onze primeiros meses do ano, passaram de US\$240 bilhões para US\$227,5 bilhões, e de US\$237 bilhões para US\$230 bilhões, respectivamente.

A projeção para o *deficit* na rubrica de serviços passou de US\$46,5 bilhões, no Relatório anterior, para US\$46,6 bilhões, com destaque para as mudanças nas projeções de despesas líquidas com aluguel de equipamentos (de US\$21 bilhões para US\$22 bilhões) e viagens internacionais (de US\$18,5 bilhões para US\$18,3 bilhões). A projeção para despesas líquidas com juros foi mantida em US\$14,5 bilhões e a para lucros e dividendos, passou de US\$25 bilhões para US\$25,5 bilhões. A projeção para transferências unilaterais, compostas principalmente por remessas para a manutenção de residentes manteve-se em US\$2,5 bilhões.

O *superavit* estimado para a conta financeira em 2014 se deslocou de US\$99,1 bilhões para US\$104,8 bilhões. Em relação às projeções para os investimentos brasileiros diretos, as aplicações líquidas na modalidade participação no capital recuaram de US\$22 bilhões para

US\$21 bilhões, e os ingressos líquidos de empréstimos intercompanhia aumentaram de US\$20 bilhões para US\$21 bilhões. A projeção para ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos (IED) – principal fonte de financiamento do *deficit* corrente – foi mantida em US\$63 bilhões.

Dentre os investimentos em carteira, a projeção para os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em renda fixa no país passou de US\$23 bilhões para US\$28 bilhões; e a relativa a ingressos líquidos em ações, de US\$12 bilhões para US\$13 bilhões. A previsão de ingressos líquidos referentes à aquisição de títulos privados e empréstimos de médio e longo prazos aumentou de US\$11,7 bilhões para US\$17,9 bilhões. A projeção para as taxas de rolagem de dívida externa passou a 180% na modalidade empréstimos diretos, e foi mantida em 100% na modalidade títulos de renda fixa negociados no exterior títulos. A taxa de rolagem média da dívida externa de médio e longo prazos (exclusive Bônus da República) está projetada em 150%.

Em 2014, de janeiro à primeira semana de dezembro, a atuação do Banco Central 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 novembro. Considerada a estimativa de *superavit* de US\$19,9 bilhões para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, os ativos detidos no exterior, por bancos residentes no Brasil, devem aumentar US\$3,2 bilhões.

O *deficit* em transações correntes para 2015 – considerando perspectivas de recuperação econômica de países destinos das exportações brasileiras e os desdobramentos da conta comercial de petróleo e combustíveis – está estimado em US\$83,5 bilhões (3,8% do PIB). Projeta-se *superavit* comercial de US\$6 bilhões, com elevação de 2,9% nas exportações, para US\$234 bilhões, e recuo de 0,9% nas importações, para US\$228 bilhões.

O *deficit* da conta de serviços deverá atingir US\$51,6 bilhões, destacando-se as projeções para despesas líquidas de aluguel de equipamentos (US\$25,5 bilhões), viagens internacionais (US\$18,5 bilhões) e transportes (US\$9,5 bilhões). As remessas líquidas de lucros e dividendos e pagamentos líquidos de juros foram projetadas em US\$26,5 bilhões e US\$14,2 bilhões,

Tabela 2 – Balanço de pagamentos – Mercado

Discriminação	US\$ bilhões						
	2013			2014			2015
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Transações correntes	-5,3	-75,6	-84,5	-9,6	-82,8	-89,2	-86,7
Conta financeira (líquido)	7,0	71,1	76,9	5,2	97,5	109,1	87,4
Inv. Estrangeiro Direto	8,3	57,5	64,0	4,6	55,8	63,0	65,0
Inv. Estrangeiro carteira	-0,7	33,7	34,4	-0,6	34,4	41,0	34,7
Empréstimos MLP	2,0	-1,0	-0,9	2,5	20,6	20,7	-2,2
Crédito comerciais	1,0	19,6	20,3	1,4	30,1	34,1	16,9
Bancos	-0,9	-2,6	-0,6	0,4	18,6	15,0	-3,9
Demais	1,9	22,1	21,0	1,1	11,5	19,1	20,8
Inv. brasileiro no exterior	-0,9	-37,9	-41,1	-1,4	-44,1	-48,0	-26,0
Demais	-2,7	-0,7	0,2	-1,5	0,7	-1,6	-1,0
Hiato financeiro	1,7	-4,5	-7,6	-4,4	14,7	19,9	0,7
Intervenções líquidas BCB	1,3	8,2	11,5	-	-16,8	-16,8	-0,2
Depósitos de bancos	-3,0	-3,7	-3,9	4,4	2,1	-3,2	-0,5

1/ Projeção.

respectivamente, e os ingressos de transferências unilaterais, em US\$2,3 bilhões.

Projetam-se ingressos líquidos de IED de US\$65 bilhões para 2015. Os investimentos brasileiros diretos no exterior deverão registrar aplicações líquidas de US\$5 bilhões; os investimentos líquidos em ações, US\$13 bilhões; e os papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico, US\$20 bilhões. As taxas de rolagem, por hipótese, deverão situar-se em 100%.

Em 2015, o Banco Central deverá recomprar US\$200 milhões no âmbito das operações de linha. O hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado deverá atingir *superavit* de US\$0,7 bilhão, com elevação de US\$0,5 bilhão no saldo dos depósitos mantidos, no exterior, por bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões						
	2013			2014			2015
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Conta financeira	5,6	68,0	73,1	9,1	96,1	104,8	86,2
Investimentos diretos	8,8	60,9	67,5	4,8	57,2	63,0	60,0
Brasileiros no exterior	0,5	3,3	3,5	0,1	1,4	-	-5,0
Estrangeiros no país	8,3	57,5	64,0	4,6	55,8	63,0	65,0
Participação	5,3	38,1	41,6	3,3	40,9	48,0	50,0
Intercompanhias	3,1	19,4	22,4	1,4	14,9	15,0	15,0
Investimentos em carteira	-1,0	26,5	25,7	0,2	38,7	40,5	31,3
Ativos	-0,2	-9,2	-9,0	0,2	-4,3	-3,0	-
Passivos	-0,8	35,8	34,7	0,0	43,1	43,5	31,3
Derivativos	0,0	0,1	0,1	-0,9	-0,7	-	-
Outros investimentos	-2,2	-19,5	-20,2	5,0	0,9	1,3	-5,1
Ativos	-4,2	-36,1	-39,9	1,8	-45,8	-48,2	-21,5
Passivos	1,9	16,6	19,6	3,2	46,7	49,5	16,5

1/ Projeção.

Tabela 5.8 – Fontes de financiamento do BP

Ingressos brutos – Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões						
	2013			2014			2015
	Nov	Jan- nov	Ano	Nov	Jan- nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Capitais de médio e longo prazos	6,1	36,1	41,0	3,4	49,0	50,9	39,8
Bônus públicos	3,3	4,1	4,1	-	6,0	6,0	-
Títulos privados	0,5	7,9	9,1	1,0	9,7	11,0	10,8
Empréstimos dir.	2,4	24,1	27,8	2,4	33,3	33,9	29,0
Empréstimos CP ^{2/}	-1,4	-1,5	-0,2	0,4	19,3	15,0	-
Títulos CP (líq.)	-	-	-	0,1	0,5	-	-
Portfólio no país (líq.)	-1,4	36,6	37,2	-0,7	39,8	41,0	33,0
Taxas de rolagem ^{3/}							
Total:	144%	98%	94%	289%	157%	150%	100%
Títulos	54%	88%	76%	369%	93%	100%	100%
Empréstimos dir.	213%	102%	102%	264%	195%	180%	100%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

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

líquidos na modalidade IBD-Empréstimos intercompanhia, US\$20,8 bilhões.

Os ingressos líquidos de IED atingiram US\$55,8 bilhões nos onze primeiros meses do ano (US\$57,5 bilhões em igual período de 2013), dos quais US\$40,9 bilhões relativos a aumento de participação em capital de empresas e US\$14,9 bilhões a empréstimos intercompanhias. Considerados intervalos de doze meses, o IED atingiu US\$62,3 bilhões em novembro (2,85% do PIB).

As aplicações líquidas de investimentos brasileiros em carteira no exterior totalizaram saída de US\$4,3 bilhões nos onze primeiros meses de 2014 (US\$9,2 bilhões no período correspondente de 2013), dos quais US\$4,1 bilhões sob a forma de títulos estrangeiros.

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em carteira totalizaram US\$43,1 bilhões. Os investimentos estrangeiros líquidos em ações de companhias brasileiras somaram US\$12,1 bilhões e as aplicações líquidas de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa negociados no país, US\$28,6 bilhões (US\$10,7 bilhões e US\$25,6 bilhões, respectivamente, nos onze primeiros meses de 2013).

A redução, de 360 dias para 180 dias, do prazo de incidência do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre captações externas favoreceu o ingresso líquido de US\$458 milhões em títulos de curto prazo, nos onze primeiros meses de 2014.

Os ingressos líquidos de bônus da República somaram US\$2,5 bilhões nos onze primeiros meses do ano. Além da continuidade de operações de recompra no mercado secundário, destacaram-se as emissões do Euro 21 e do *Global 45*, e a reabertura do *Global 25 B*. As recompras realizadas pelo Tesouro Nacional, de seus próprios papéis, em mercado secundário, totalizam US\$3 bilhões, no período.

As saídas líquidas por meio de *notes* e *commercial papers* totalizaram US\$678 milhões, com desembolsos de US\$9,7 bilhões e amortizações de US\$10,4 bilhões. A taxa de rolagem dos títulos de médio e longo prazo negociados no exterior atingiu 93% (88% nos onze primeiros meses de 2013).

As aplicações líquidas de outros investimentos brasileiros somaram US\$45,8 bilhões nos onze primeiros meses de

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2013		2014		2015
	Jan-nov	Ano	Jan-nov	Ano ^{1/}	Ano ^{1/}
Posição das reservas no período anterior	373,1	373,1	358,8	358,8	375,7
Compras líquidas do Bacen	-8,2	-11,5	16,8	16,8	-
A termo	-	-	-	-	-
Spot	-	-	-	-	-
Linhas com recompra	-8,2	-11,5	16,8	16,8	-
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-
Serviço da dívida (líquido)	-5,1	-4,9	-5,1	-5,1	-2,7
Desembolsos	0,7	0,9	0,4	0,4	-
Amortizações	-2,9	-2,9	-2,8	-2,8	-
Juros	-3,0	-3,0	-2,6	-2,6	-2,7
Remuneração das reservas	3,1	3,4	2,8	3,0	3,2
Outras variações	-6,4	-7,1	-3,3	-3,3	-
Variações por preço	-3,5	-4,3	2,3	2,3	-
Variações por paridades	-4,0	-4,1	-6,3	-6,3	-
Demais ^{2/}	1,2	1,3	0,8	0,8	-
Compras do Tesouro Nacional	5,8	5,8	5,5	5,5	2,7
Variação total	-10,7	-14,3	16,6	16,9	3,2
Posição das reservas – Caixa	362,4	358,8	375,4	375,7	378,9
Saldo de linhas com recompra	13,7	17,0	0,2	0,2	-
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-
Posição das reservas – Liquidez	376,1	375,8	375,6	375,9	379,1

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*).

2014 (US\$36,1 bilhões em igual período de 2013), com destaque para as concessões líquidas de US\$33,3 bilhões de empréstimos ao exterior, incluídos créditos comerciais (US\$26,9 bilhões nos onze primeiros meses de 2013).

Outros investimentos estrangeiros, compreendendo empréstimos diretos junto a bancos e a organismos internacionais, créditos comerciais e depósitos, resultaram em ingressos líquidos de US\$46,7 bilhões (US\$16,6 bilhões nos onze primeiros meses de 2013). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$10,4 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo dos demais setores, US\$18,4 bilhões (amortização de US\$816 milhões nos onze primeiros meses de 2013). Destacaram-se os ingressos líquidos de empréstimos diretos (US\$16,2 bilhões), com taxa de rolagem de 195% no período acumulado do ano, e os relativos a organismos internacionais (US\$3,2 bilhões). Os empréstimos de curto prazo totalizaram ingressos líquidos de US\$19,3 bilhões de janeiro a novembro de 2014 (saída líquida de US\$1,5 bilhão em igual período de 2013).

As reservas internacionais totalizaram, em novembro, US\$375,4 bilhões no conceito caixa e US\$375,6 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$16,6 bilhões e -US\$200 milhões em relação a dezembro de 2013). No período, houve compras líquidas de operações de linhas com recompra no valor de US\$16,8 bilhões. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$2,8 bilhões; as variações por preços aumentaram o estoque das reservas em US\$2,3 bilhões; e as mudanças de paridades determinaram impacto de -US\$6,3 bilhões.

Considerando o impacto de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$375,7 bilhões, no conceito caixa, e US\$375,9 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\$2,6 bilhões; amortizações de US\$2,8 bilhões; e compras líquidas de operações de linhas de US\$16,8 bilhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

Considerada a posição estimada para novembro de 2014, o serviço da dívida externa diminuiu 7,7% em relação à posição de dezembro de 2013. As exportações de bens recuaram

Tabela 5.10 – Indicadores de sustentabilidade externa^{1/}

Discriminação	US\$ bilhões				
	2012	2013	2014		
	Dez	Dez	Jun	Set	Nov ^{2/}
Exportações de bens	242,6	242,0	238,1	238,2	228,5
Exportações de bens e serviços	282,4	281,2	278,0	279,8	269,6
Serviço da dívida	54,1	74,8	73,6	68,3	67,1
Dívida externa bruta	312,9	308,6	333,3	338,4	345,5
Dívida externa líquida	-89,7	-94,4	-76,8	-61,1	-53,8
Reservas internacionais (liquidez)	378,6	375,8	380,5	375,7	375,6
Reservas internacionais (caixa)	373,1	358,8	373,5	375,5	375,4
PIB	2 247	2 243	2 218	2 201	2 190
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	13,9	13,8	15,0	15,4	15,8
Dívida líquida/PIB (%)	-4,0	-4,2	-3,5	-2,8	-2,5
Dívida bruta/exportações	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	22,3	30,9	30,9	28,7	29,4
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	19,2	26,6	26,5	24,4	24,9
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	121,0	121,8	114,2	111,0	108,7
Reservas (caixa) / dívida externa bruta (%)	119,3	116,3	112,1	111,0	108,7

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

2/ Dados estimados.

13,6% e a razão entre esses indicadores atingiu 29,4% (30,9% em dezembro de 2013). A dívida bruta aumentou 11,9% e o PIB em dólares diminuiu 2,4%, resultando em crescimento de 2,0 p.p., para 15,8%, na relação dívida bruta/PIB. A relação dívida líquida/PIB passou de -4,2% para -2,5%, no período.

A relação dívida bruta/exportações aumentou de 1,3 para 1,5; a razão dívida líquida/exportações de bens e serviços passou de -0,3 para -0,2; e a relação entre as reservas internacionais (conceito liquidez) e a dívida bruta recuou de 121,8% para 108,7%, no período.

5.6 Conclusão

O *deficit* em transações correntes totalizou US\$80 bilhões nos onze primeiros meses do ano, 10,4% maior do que em igual período de 2013. Para isso contribuíram, em especial, o *deficit* da balança comercial e a elevação de remessas de lucros.

As condições de financiamento do *deficit* em transações correntes permanecem confortáveis. Nesse sentido, o fluxo de investimento direto – modalidade de ingresso mais expressiva – atingiu US\$55,8 bilhões nos onze primeiros meses de 2014. A taxa de rolagem atingiu 157% no período, implicando captações líquidas positivas; e os ingressos líquidos em títulos de renda fixa e ações também superaram o patamar de igual período de 2013.

As reservas internacionais do país equivaliam, ao final de novembro, a dezenove meses de importação.

Prospectivamente, o maior crescimento global, a depreciação do Real e a ampliação da produção interna de petróleo deverão favorecer a balança comercial em 2015. Além disso, os fluxos de investimento estrangeiro direto tendem a continuar sendo a principal fonte de financiamento do *deficit* em conta corrente.

Perspectivas para a inflação

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 setembro de 2014. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2016 e para o crescimento do PIB até o terceiro 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 11,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 2 e 3 de dezembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$2,55/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 que 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 ainda que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a data de corte em 5 de dezembro de 2014.

As projeções de inflação e de crescimento do PIB divulgadas neste Relatório não são pontuais, ou seja, explicitam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente na supracitada data de corte. As previsões 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 6,56% em novembro, 0,79 p.p. acima da registrada até novembro de 2013. De um lado, houve ligeira moderação dos preços livres, que em doze meses acumulam variação de 6,76% (7,31% até novembro de 2013); de outro, importante aceleração dos preços administrados por contrato e monitorados, que variaram 5,83% (0,95% até novembro de 2013). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,45% em doze meses (8,29% até novembro de 2013), e a dos comercializáveis, 6,02% (6,20% até novembro de 2013). Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação foi de 7,83% (8,63% até novembro de 2013) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,29% (8,55% até novembro 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 0,44% em outubro, para 0,34% em novembro, com o acumulado em doze meses em 6,42% (0,20 p.p. acima do registrado em novembro de 2013). Especificamente, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,42% em outubro para 0,31% em novembro; o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,51% para 0,38%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,41% para 0,32%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,41% para 0,33%; e o núcleo por dupla ponderação, de 0,44% para 0,38%. O índice de difusão do IPCA recuou, e alcançou 61,4% em novembro (6,8 p.p. abaixo do registrado em novembro de 2013), e média nos últimos três meses de 62,5% (2,1 p.p. abaixo da média observada entre setembro e novembro de 2013).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 1,14% em novembro e 0,59% em outubro. Assim, a variação atingiu 4,10% em doze meses (5,49% até novembro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o IPA, variou 2,65% em doze meses até novembro, 4,05% no segmento agropecuário e 2,12% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 6,81% em doze meses (5,59% até novembro de 2013). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 6,97% em doze meses (8,16% até novembro de 2013), com variação de 8,49% no custo de mão de obra e de 5,32% 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, avançou 0,40% em setembro, 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 0,92%. Por seu turno, o PMI composto para o Brasil se deslocou de 48,2 em outubro para 48,5 em novembro, e sugere moderada contração da atividade.

O ICC e o ICS, calculados pela FGV, recuaram em novembro. O recuo de 6,1% levou o ICC ao menor patamar desde dezembro de 2008, enquanto o recuo de 2,1% levou o ICS para nível mais baixo da série histórica. Por outro lado, o ICI avançou 3,6% em novembro, influenciado pela melhora na percepção sobre o estado atual dos negócios.

A atividade fabril se manteve estável em outubro, após recuar 0,2% em setembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 3,0% no ano. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 3,6% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos em 23 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de outubro com a de setembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens intermediários e bens de capital registraram estabilidade na produção. Por outro lado, houve redução na produção de bens de consumo duráveis (0,8%) e de bens de consumo semi e não duráveis (0,6%). Já na comparação da produção de outubro com a do mesmo mês de 2013, houve recuo nas quatro categorias: bens de capital (11,4%); bens de consumo duráveis (9,4%); bens intermediários (2,8%) e bens de consumo semi e não duráveis (0,1%). De acordo com dados divulgados pela CNI, não obstante a estabilidade do indicador de produção, o faturamento real da indústria de transformação aumentou 3,1% de setembro para outubro, de acordo com a série livre de influências sazonais e se encontra em nível 1,3% acima do registrado em outubro de 2013.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 82,7% em novembro. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de material para construção (87,1%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de consumo não duráveis (77,8%). No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, aumentou desde a divulgação do Relatório anterior. Em novembro, 13,3% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques

excessivos (14,1% em setembro), e 1,7%, insuficientes (1,4% em setembro), de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, os estoques permanecem elevados, em particular, nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,5% em setembro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, ao passo que, no comércio ampliado, as vendas diminuíram 1,2% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de 0,4% e 0,5%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses foi de 3,4% para o comércio varejista restrito e de -0,1% para o ampliado. Em setembro, houve expansão no volume de vendas em 5 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 cresceu 0,1% no terceiro trimestre de 2014, após recuo de 0,6% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a variação foi de -0,2% no terceiro trimestre (-0,9% no segundo trimestre). Em quatro trimestres, a expansão da economia alcançou 0,7% (0,7% no valor adicionado e 0,6% nos impostos diretos). Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 1,1% em quatro trimestres; a do setor de serviços, 1,2%; ao passo que a industrial diminuiu 0,5%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – recuou 0,3% no terceiro trimestre de 2014 ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e avançou 0,1% em relação ao mesmo trimestre de 2013. Por sua vez, o consumo do governo cresceu 1,3% na margem e 1,9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a FBCF avançou 1,3% em relação ao trimestre anterior e recuou 8,5% em relação ao mesmo trimestre de 2013. No que se refere ao setor externo, as exportações e as importações de bens e serviços cresceram 1,0% e 2,4%, respectivamente, em relação ao trimestre imediatamente anterior, de acordo com a série dessazonalizada. Em comparação ao terceiro trimestre de 2013, a contribuição foi positiva para o crescimento do PIB, haja vista o aumento de 3,8% das exportações e de 0,7% das importações.

O IBGE divulgou estimativa para a taxa de desemprego referente a outubro nas seis regiões metropolitanas abrangidas pela PME. De acordo com a série dessazonalizada, a taxa

de desocupação situou-se em 4,7%, menor valor para o mês desde 2002, com redução de 0,2 p.p. em relação ao valor registrado em setembro. Em relação ao valor medido em outubro de 2013, a taxa foi 0,5 p.p. menor para o conjunto das seis regiões, com alta em Porto Alegre (de 3,0% para 4,6%), recuo em São Paulo (de 5,6% para 4,4%), e sem variação significativa nas demais regiões. Cabe notar que a menor expansão da oferta de mão de obra nos últimos anos – como indicado pelo menor crescimento da População em Idade Ativa (PIA) – tem contribuído sobremaneira para a manutenção das taxas de desocupação em níveis historicamente baixos. Ainda de acordo com a PME, em relação a setembro, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores cresceu em Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro e São Paulo, mas diminuiu em Porto Alegre e não se alterou em Recife. Na comparação com outubro de 2013, o rendimento aumentou em todas as regiões. No que se refere ao emprego formal celetista, a expansão continua, mas há moderação no ritmo de criação de vagas. Segundo dados divulgados pelo MTE, foram gerados 298 mil postos de trabalho em doze meses até outubro de 2014 (682 mil até outubro 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\$1.377,2 bilhões em outubro, com crescimento nominal de 13,4% em relação a outubro de 2013. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas – financiado principalmente com recursos direcionados – cresceu 27,6% e atingiu R\$416,6 bilhões, o que corresponde a 8,2% 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\$1.549,0 bilhões em outubro (11,1% superior ao observado em outubro de 2013), e a taxa de juros média alcançou 15,9% (1,1 p.p. maior do que a observada em outubro de 2013). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$565,7 bilhões (com crescimento de 16,1% em relação a outubro de 2013).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na CVM atingiu R\$15,1 bilhões em doze meses até outubro de 2014 (R\$10,4 bilhões até outubro de 2013). Por sua vez, os lançamentos de debêntures,

excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$63,5 bilhões em doze meses até outubro de 2014 (R\$74,2 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\$108,2 bilhões nos doze meses até outubro de 2014 (R\$105,6 bilhões no mesmo período de 2013).

No que se refere ao comércio exterior, o *deficit* na balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$1,6 bilhão em novembro (ante *superavit* de US\$2,0 bilhões em novembro de 2013). Concorreram para esse resultado US\$228,4 bilhões em exportações e US\$230,0 bilhões em importações, com recuos de 5,2% e 3,7%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em novembro de 2013. Em doze meses até outubro, o *quantum* exportado aumentou 1,0% e o preço médio das exportações recuou 3,9%, enquanto o *quantum* importado recuou 2,5% e o preço médio das importações diminuiu 1,4%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$84,4 bilhões em outubro, equivalente a 3,7% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$27,4 bilhões em termos líquidos (US\$24,8 bilhões em outubro 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\$21,9 bilhões (US\$19,1 bilhões em outubro de 2013). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$34,4 bilhões em doze meses até outubro (US\$37,2 bilhões até outubro de 2013), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US\$23,7 bilhões para US\$26,7 bilhões.

Os investimentos estrangeiros diretos têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$66,0 bilhões em doze meses até outubro, equivalente a 2,9% do PIB.

Sobre atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam perspectivas heterogêneas para o crescimento das economias maduras (considerando o conjunto como um todo, indicam taxas 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. Nos Estados Unidos, consolida-se mais e mais a visão de sustentabilidade da recuperação da atividade que se observou nos últimos trimestres. Nas economias emergentes,

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

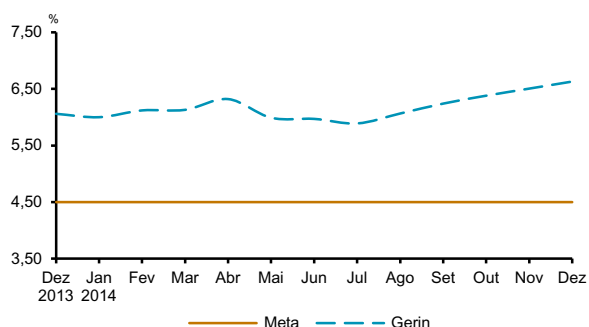
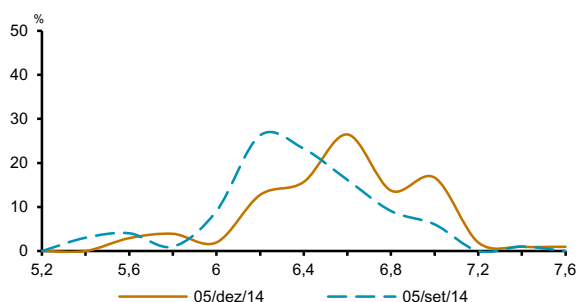


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2015

Frequência relativa



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* recuou para patamares em torno de US\$70 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 e da oferta global. Em relação às demais *commodities*, houve decréscimo de 7,9% nos preços das metálicas e de 9,3% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 5 de dezembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava redução de 6,7% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de setembro de 2014.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2014 deslocou-se de 0,48% para 0,18%, entre 5 de setembro, data de corte do Relatório anterior, e 5 de dezembro. Para 2015, a taxa de crescimento se deslocou de 1,10% para 0,73%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 6,29% para 6,38% para 2014; de 6,29% para 6,50%, para 2015; e de 5,50% para 5,70%, para 2016. Já a inflação projetada para os próximos doze meses passou de 6,24% para 6,63%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de setembro de 2014, houve aumento da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2015, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,40% para 0,43%.

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 atividade global mais intensa 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 com o de 2013, mas em trajetória de recuperação no segundo semestre do próximo ano. 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. No Japão, o banco central segue com o programa de estímulo monetário e sinalizou a possibilidade de aprofundamento. Na Área do Euro, incertezas sobre a efetividade de ações recentes do BCE, aliadas a certo ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região, ainda se manifestam na fragilidade do mercado de crédito, do emprego e dos investimentos. Ainda assim, as perspectivas indicam crescimento moderado neste e no próximo 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 do início do processo de normalização das condições monetárias em importantes economias maduras.

O Copom avalia que os desenvolvimentos nas economias maduras se transmitem para a demanda agregada nas economias emergentes, em intensidade proporcional, entre outros fatores, 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 de importantes parceiros comerciais; de outro, mudanças na inclinação da curva de juros em importantes centros financeiros 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 em importantes economias maduras, nas principais economias emergentes o ritmo de atividade não tem correspondido às expectativas, em que pese a resiliência da demanda doméstica. Nesse contexto, indicadores recentes 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 a heterogeneidade de sua distribuição –, combinado com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais, milita no sentido de tornar a demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

O Copom considera que, desde o Relatório anterior, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Esses riscos se traduzem, por exemplo, na reversão parcial do processo de compressão de prêmios de risco e de elevação de preços de ativos. De fato, recentemente, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de soberanos – em particular de economias emergentes e da periferia europeia – aumentaram e retornaram a patamares verificados no início deste ano. Por sua vez, os mercados acionários de algumas economias emergentes e maduras se desvalorizaram desde o Relatório anterior. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo.

Os índices agregados de preços de *commodities* medidos em dólares mostram certa estabilidade, na comparação de valores registrados em setembro e novembro, porém, houve significativo recuo no segmento de energia. Em setembro, o IC-Br interrompeu declínio iniciado em março deste ano, e desde então se mostra relativamente estável. Em termos de seus componentes, em setembro, tanto o IC-Br metais quanto o IC-Br agrícola interromperam tendência declinante, o mesmo não ocorreu com o IC-Br energia. O Comitê destaca que, não obstante a volatilidade observada nos mercados, 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 – à parte efeitos de variações cambiais – 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 será menos intenso este ano, em comparação com o de 2013. Entretanto, na visão do Comitê, a atividade tende a entrar em trajetória de recuperação no segundo semestre do próximo ano. No médio prazo, o Comitê avalia que mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado 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, conseqüentemente, 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, pelo lado doméstico, do fortalecimento da confiança de firmas e famílias, e pelo externo, de resoluções de incertezas que ora se apresentam, por exemplo, no campo da política monetária de importantes economias maduras.

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, dada a ocorrência nos últimos trimestres de variações reais de salários acima – embora mais próximas – das estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos.

Sobre o fator capital, de acordo com as Contas Nacionais relativas ao terceiro trimestre, a taxa de investimento recuou pelo quarto trimestre seguido, deslocando-se para 17,2% 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 estabilizou-se, ainda que em patamar baixo, reduzindo ainda mais o 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 (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. Nesse sentido, não obstante evidências de estímulos fiscais na composição da demanda agregada este ano, o indicador fiscal utilizado nas projeções de inflação (o *superavit* primário estrutural) tende a manter certa estabilidade, portanto, a gerar impulsos fiscais (a variação do *superavit* primário estrutural entre dois períodos) de magnitude desprezível.

O Copom, todavia, pondera que não se pode descartar migração da política fiscal para a zona de contenção. A propósito, o Comitê entende que a geração de *superavit* primários que fortaleçam a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo, por conseguinte, diminuindo o custo de financiamento da dívida pública. Além disso, uma política fiscal mais contida repercutirá favoravelmente sobre o custo de capital de modo geral, o que, por sua vez, estimulará 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, pelos processos ora em curso de ajuste de preços relativos, entre outros fatores. Além disso, cabe notar que o descasamento sistemático entre aumentos de salários e de preços, a elevada difusão da inflação e aumentos de preços de bens e serviços frequentemente adquiridos – a exemplo de alimentos e serviços públicos – constituem indicativos de que a inflação percebida pelos agentes econômicos pode estar sendo superior à inflação efetiva.

O Copom 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. Importa destacar também que o Comitê atribui elevada probabilidade a que ações nesse sentido sejam implementadas no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom ressalta que, desde o Relatório anterior, os preços de ativos domésticos sofreram importante correção, em parte, devido ao aumento da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. Além disso, no horizonte relevante para a política monetária, 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 do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Outra fonte potencial de distúrbio são eventos geopolíticos. Importa destacar, adicionalmente, que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser 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, o Comitê 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. Prospectivamente, o Comitê, de um lado, antecipa que os efeitos desses realinhamentos de preços se estenderão ao próximo ano e, de outro, que os mesmos tendem a se apresentar fortemente mitigados em 2016.

Na visão do Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em parte, a

ocorrência dos dois supracitados processos de ajustes de preços relativos. Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas na próxima seção, o Comitê não descarta elevação da inflação no curto prazo e antecipa que a inflação tende a permanecer elevada em 2015, todavia, para o Copom, ainda no próximo ano a inflação entra em longo período de declínio.

O Copom destaca a intensificação, desde o último Relatório, desses ajustes de preços relativos, o que, combinado com evidências de estímulos fiscais na composição da demanda agregada, contribuiu para tornar o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Ao tempo em que reconhece que os supracitados ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.

Diante disso, o Copom decidiu elevar a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 11,00% a.a., na reunião de outubro; e, por unanimidade, intensificar, o ajuste da taxa Selic e elevá-la em 0,50 p.p., para 11,75% a.a., sem viés, na reunião de dezembro.

Em outubro, votaram pela elevação da taxa Selic para 11,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Sidnei Corrêa Marques. Votaram pela manutenção da taxa Selic em 11,00% a.a. os seguintes membros do Comitê: Altamir Lopes, Luiz Awazu Pereira da Silva e Luiz Edson Feltrim. Em dezembro, votaram pela elevação da taxa Selic para 11,75% a.a. 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 destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente 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. Nesse sentido, o Comitê irá fazer o que for necessário para que no próximo ano a inflação entre em longo período de declínio, que a levará à meta de 4,5% em 2016.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 5 de dezembro de 2014 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$2,55/US\$, e a meta para a taxa Selic em 11,75% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de dezembro de 2014 – ante R\$2,25/US\$ e 11,00% a.a. considerados no Relatório de Inflação de setembro 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 elevaram-se em comparação aos valores divulgados no Relatório de setembro de 2014. Para o último trimestre de 2014, a taxa média passou de R\$2,31/US\$ para R\$2,52/US\$. Para o quarto trimestre de 2015, a taxa de câmbio média passou de R\$2,48/US\$ para R\$2,68/US\$. Para 2016, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$2,70/US\$.

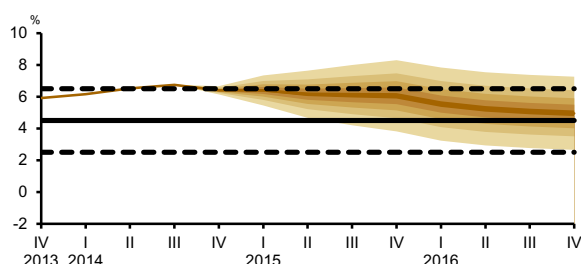
No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2014 aumentaram de 11,00% a.a. para 11,25% a.a. e, para o quarto trimestre de 2015, deslocaram-se de 11,65% a.a. para 12,50% a.a. Para 2016, as expectativas indicam taxa Selic de 11,25% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 20 p.b., 79 p.b. e -26 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (11,75% a.a.), no quarto trimestre de 2014, 2015 e 2016, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços

administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 5,3% para 2014, ante 5,0% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até novembro, nos preços da gasolina (2,3%) e do gás de bujão (4,3%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2014, de redução de 6,4% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 18,2% nos preços da eletricidade. Para 2015, a projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 6,2%, e leva em conta hipóteses de aumento de 0,6% nas tarifas de telefonia fixa e de 17,0% nas tarifas de eletricidade. Cabe destacar que, no caso de itens para os quais se dispõe de mais informações, as projeções são individualizadas, nos demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 5,2% para 2016, ante 4,9% considerados no Relatório anterior.

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 11,75% 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 11,75% a.a.

(Cenário de referência)

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

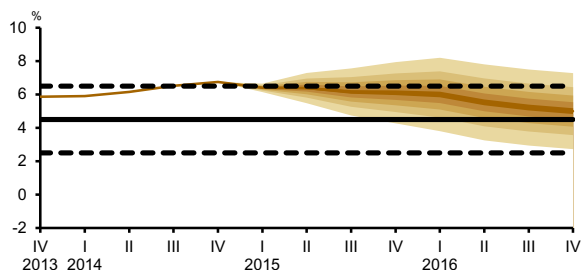
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

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) de 2014 e no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 2015, respectivamente. Conforme explicitado em Relatórios anteriores, 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 6,4% em 2014 e de 6,1% em 2015, nos dois casos acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN e, respectivamente, 0,1 p.p. e 0,3 p.p. maiores do que as projeções constantes do último Relatório. Para 2016, a projeção indica inflação de 5,0%. De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, no cenário de referência, a projeção encerra 2014 em 6,4%, permanece nesse patamar no primeiro trimestre de 2015, recua para 6,1% no segundo trimestre, nível em que permanece até o

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.).

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2014 III	6,6	6,6
2014 IV	6,3	6,3
2015 I	6,0	6,1
2015 II	5,6	5,8
2015 III	5,8	6,1
2015 IV	5,8	6,1
2016 I	5,6	5,9
2016 II	5,3	5,5
2016 III	5,0	5,2

quarto trimestre, e depois se desloca para 5,5%, 5,2%, 5,1% e 5,0% nos quatro trimestres de 2016.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 37% e, em 2016, de 15%.

No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 6,4% em 2014 e de 6,0% em 2015, nos dois casos acima da meta de 4,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e, respectivamente, 0,1 p.p. acima e 0,1 p.p. abaixo em relação às projeções constantes do último Relatório. Para 2016, projeta-se inflação de 4,9%. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, a projeção indica que a inflação acumulada em doze meses encerra 2014 em 6,4%, permanece em 6,4% no primeiro trimestre de 2015; recua para 6,2%, 6,1% e 6,0% no segundo, terceiro e quarto trimestres de 2015, respectivamente; e segue em declínio para 5,5%, 5,2%, 5,0% e 4,9% nos quatro trimestres de 2016.

No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 35% e, em 2016, de 12%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra elevação das projeções de inflação entre o quarto trimestre de 2014 e o quarto trimestre de 2015. Isso se deve, em parte, à maior projeção para a variação dos preços administrados por contrato e monitorados, e à depreciação cambial considerada nos exercícios. Nos dois primeiros trimestres de 2016, há redução das projeções, que voltam a se elevar no terceiro trimestre de 2016. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue padrão semelhante ao do cenário de referência até o segundo trimestre de 2015, entretanto, mostra redução nas projeções de inflação do quarto trimestre de 2015 ao terceiro trimestre de 2016.

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 quarto trimestre de 2016, e a trajetória de metas. Até novembro 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,

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

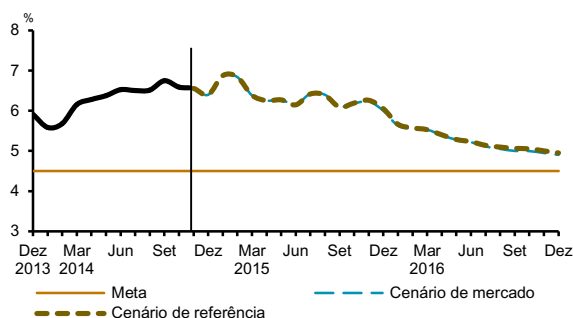
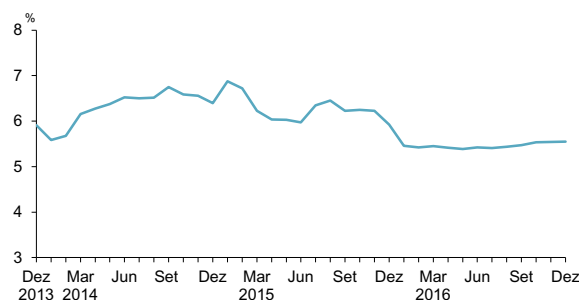


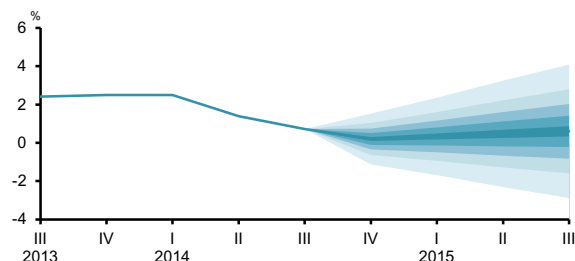
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 11,75% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



as projeções indicam que a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer elevada em 2015, mas ainda no próximo ano entra em longo período de declínio.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até novembro de 2014, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de 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 0,2% para 2014 (0,5 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de 0,6% para o acumulado em quatro trimestres até o terceiro trimestre de 2015.

Decompondo a Inflação Implícita¹

A inflação implícita, ou *break even inflation rate*, é normalmente definida como a diferença entre as taxas de juros nominal e real de títulos com características similares. Embora seja comumente relacionada à expectativa de inflação – segundo a hipótese de Fisher (1930) –, essa diferença é composta por fatores adicionais.

Dentre esses fatores, podem-se citar os relacionados à incerteza: (i) prêmio de risco associado à trajetória da inflação, que equivale à remuneração adicional que os agentes exigem para compensar o risco de a trajetória efetiva divergir da esperada; e (ii) prêmio de liquidez, definido como a recompensa pela dificuldade de revender os títulos (no caso em pauta, com rendimento reais). Além desses prêmios de risco, um terceiro fator compõe a diferença entre as taxas de juros nominais e reais, (iii) o viés de convexidade², que representa a diferença entre a inflação implícita e a inflação esperada em um mundo neutro ao risco.

Dito isso, a diferença entre as taxas de juros nominal e real pode ser decomposta a partir de dados de preços de mercado – embora seus componentes sejam não observáveis –, de modo que a inflação implícita seja dada por:

Inflação Implícita = Taxa Nominal – Taxa Real = Expectativa de Inflação + Prêmio de Risco da Inflação – Prêmio de Liquidez + Convexidade

Dada a importância do tema para o entendimento da evolução das expectativas e da dinâmica de preços, este boxe utiliza modelo de apreçamento baseado em consumo que permite decompor a diferença entre as taxas

1/ Este boxe é baseado em Vicente e Graminho (2014).

2/ A relação entre preços de títulos e taxas é dada por uma função convexa – a relação exponencial que conecta preços de títulos com taxas. Logo, ao tomar valores esperados dessa função, faz-se necessária uma correção devido à desigualdade de Jensen, que pode ser enunciada como: seja f uma função convexa e X uma variável aleatória. Então $E[f(X)] > f(E[X])$, na qual $E[.]$ representa o valor esperado.

de juros nominal e real em expectativas e prêmios³. As taxas nominais são obtidas a partir das Letras do Tesouro Nacional (LTN) e das Notas do Tesouro Nacional, série F (NTN-F). As taxas reais são extraídas das Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B), que são títulos indexados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A amostra compreende o período entre janeiro de 2006 e setembro de 2013, e as taxas são para os horizontes de 1, 2, 3 e 4 anos, interpoladas via modelo paramétrico de Svensson (1994).

Gráfico 1 – Inflação implícita

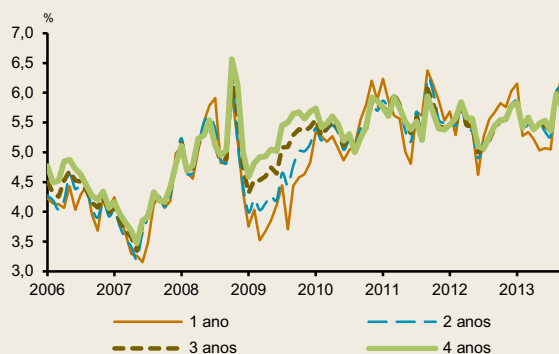
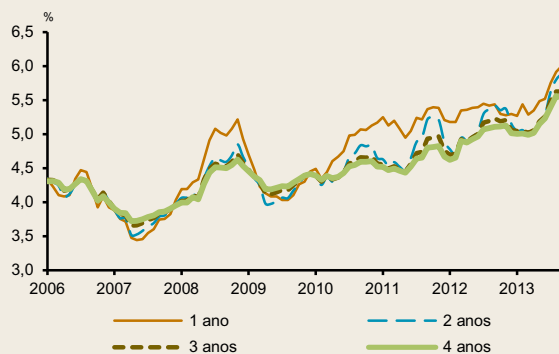


Gráfico 2 – Expectativas de inflação



O Gráfico 1 apresenta a evolução temporal diária da diferença entre as taxas de juros nominal e real de prazos 1, 2, 3 e 4 anos entre janeiro de 2006 e setembro de 2013. No período, a diferença entre as taxas de juros nominal e real orbitou em torno de uma média de 5% ao ano (a.a.), com mínimo de pouco mais de 3% a.a. em julho de 2007 e máximo superior a 6% a.a. no segundo semestre de 2008.

As expectativas de inflação apresentadas no Gráfico 2, por sua vez, são obtidas pela construção da estrutura a termo via interpolação *flat forward*. Nesse sentido, a partir da pesquisa Focus, conduzida pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), extraem-se as expectativas mensais para horizontes de 2, 3 e 4 anos, utilizando as expectativas anuais, para tanto admitindo inflação constante nos meses não informados.

O viés de convexidade, derivado da relação entre preços e títulos sob determinadas hipóteses, é calculado como a variância da inflação⁴, utilizando processo autoregressivo de ordem 1 (AR(1)) para modelar a variação percentual mensal do IPCA. Como resultado, foram obtidos valores próximos a um ponto base (p.b.) para os horizontes de 1 a 4 anos, compatíveis com os encontrados por Ang, Bekaert e Wei (2008) para o mercado americano. Dessa forma, o viés de convexidade se apresenta pouco

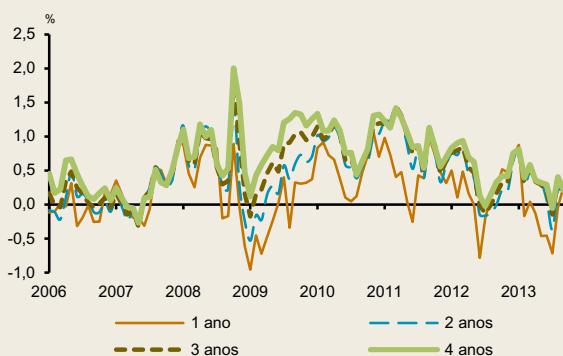
3/ Essa abordagem, por ser parcimoniosa e *model free*, é de fácil implementação e evita erros e excesso de premissas pouco realistas muitas vezes inseridas na estimação/calibração de modelos complexos. Outros trabalhos, tais como Gürkaynak et al. (2010), Söderlind (2011), Pflueger e Viceira (2013) e Grishchenko e Huang (2013), utilizam procedimento semelhante.

4/ Para este resultado, é necessário que não haja arbitragem e que o fator estocástico de desconto real e o índice de preços sejam variáveis condicionalmente lognormais. Sem a hipótese de lognormalidade, essa relação é válida até a aproximação de segunda ordem. Para maiores detalhes, ver Vicente e Graminho (2014).

relevante quando comparado ao *spread bid-ask*⁵ médio das NTN-F e das LTN, da ordem de 3 p.b., e ao das NTN-B, de cerca de 10 p.b.

O prêmio de liquidez é estimado de acordo com Pflueger e Viceira (2013), por regressão entre a diferença entre as taxas de juros nominal e real e métricas de liquidez dos títulos, controlando pela inflação esperada contida na pesquisa Focus. Foram utilizadas três medidas de liquidez: a primeira é baseada no giro médio dos títulos em cada mês, e consiste na diferença entre os giros dos títulos reais e nominais, como proporção do total de títulos negociados; a segunda captura diferenças entre os *spreads* de compra e venda dos títulos nominais e reais; e a terceira segue Hu, Pang e Wang (2013), que definem a iliquidez como a raiz do erro quadrático médio dos preços dos títulos relativos a uma curva de juros interpolada via modelo de Svensson (1994). As evidências indicam que a diferença de liquidez entre os ativos é ignorada pelos investidores, ou seja, o prêmio de liquidez não se mostra estatisticamente diferente de zero⁶.

Gráfico 3 – Prêmio de risco da inflação



O prêmio de risco inflacionário (Gráfico 3) é obtido por simples diferença, uma vez estimados os demais componentes da diferença entre as taxas de juros nominal e real.

Na maior parte da amostra, o prêmio de risco da inflação é positivo, ou seja, os títulos nominais covariam positivamente com a economia. Logo, os investidores exigem uma remuneração adicional para aplicarem recursos em ativos nominais. Para horizontes curtos, o prêmio de risco é, em alguns meses, negativo, estando associado a momentos de maior volatilidade nos mercados financeiros, como no final de 2008 e início de 2009.

Visando a capturar a importância relativa dos componentes da diferença entre as taxas de juros nominal e real,

5/ As estimativas dos *spreads* médios foram obtidas a partir de dados fornecidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que coleta diariamente, às 11 horas da manhã, ofertas de compra e venda para títulos públicos junto a instituições financeiras participantes do mercado secundário.

6/ Embora aparentemente contra intuitivo, esse resultado pode ser explicado pelas preferências dos investidores do mercado de renda fixa. Como assinala Carvalho e Moraes (2009), as NTN-Bs são títulos fortemente demandados por investidores de longo prazo e que geralmente carregam esses papéis até o vencimento, o que torna irrelevante a incerteza em relação à falta de liquidez.

estimou-se um modelo da inflação implícita (menos a constante da convexidade) como função da expectativa de inflação conforme o Boletim Focus; das métricas de liquidez citadas anteriormente; da covariância entre a inflação futura e a variação do consumo; e a volatilidade do Ibovespa (*proxy* para a incerteza na economia). Confirmando o resultado anterior, as métricas de liquidez não apresentam resultados significativos, e as variáveis que influenciam o prêmio de risco de inflação são significativas apenas para os horizontes de 3 e 4 anos. O coeficiente linear também não é significativo. Por outro lado, o coeficiente da variável de expectativa de inflação não é estatisticamente diferente de 1 em todas as regressões, evidência de que os agentes consideram previsões da inflação próximas à expectativa Focus quando tomam decisões.

Conclui-se, portanto, que, embora a hipótese de Fisher seja incompleta, pela observação da diferença entre as taxas de juros nominal e real é possível extrair informação sobre o nível futuro de preços, insumo relevante para a formulação e implementação da política monetária.

Referências

Ang, A., G. Bekaert e M. Wei (2008). The term structure of real rates and expected inflation. *The Journal of Finance*, 63, 2, 797-849.

Carvalho, L. e J. Morais (2009). Mercado primário da dívida pública federal. Em *Dívida pública: A experiência brasileira*, Banco Mundial e Tesouro Nacional.

Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. New York: The Macmillan Co.

Grishchenko, O. e J. Huang (2013). Inflation risk premium: Evidence from the TIPS market. *The Journal of Fixed Income*, 22, 4, 5 {30.

Gürkaynak, R., B. Sack e J. Wright (2010). The TIPS yield curve and inflation compensation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2, 1, 70 {92.

Hu, G., J. Pan e J. Wang (2013). Noise as information for illiquidity. *The Journal of Finance*, 68, 6, 2341-2382.

Pflueger, C. e L. Viceira (2013). Return predictability in the Treasury market: Real rates, inflation, and liquidity. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1785842>.
Söderlind, P. (2011). Inflation risk premia and survey evidence on macroeconomic uncertainty. *International Journal of Central Banking*, 2, 113-133.

Svensson L. (1994). Monetary policy with flexible exchange rates and forward interest rates as indicators. Institute for International Economic Studies, Stockholm University.

Vicente, J. e Graminho, F. (2014). Decompondo a Inflação Implícita. *Trabalho para Discussão, Banco Central do Brasil*, 359.

Anexo

Notas da 186ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 28 e 29/10/2014

Local: Sala de reuniões do 8º andar (28/10) e do 20º andar (29/10) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h18 (28/10) e 16h44 (29/10)

Horário de término: 19h28 (28/10) e 20h12 (29/10)

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 28/10)

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 29/10)

Flávio Túlio Vilela – Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos

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 28/10)

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

0,57% em setembro, 0,22 ponto percentual (p.p.) acima da registrada em setembro de 2013 e 0,32 p.p. acima da registrada em agosto de 2014. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses se deslocou para 6,75% em setembro (5,86% em setembro de 2013), com os preços livres aumentando 7,17% (7,37% em setembro de 2013), e os administrados, 5,32% (1,12% em setembro de 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 6,86% em doze meses (6,43% em setembro de 2013), e os de não comercializáveis, 7,46% (8,20% em setembro de 2013). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 8,21% em doze meses até setembro (9,23% em setembro de 2013), e os dos serviços, 8,59% (8,73% até setembro 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 0,41% em agosto para 0,55% em setembro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,76% (0,54 p.p. acima da registrada em setembro de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,44% em agosto para 0,57% em setembro; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,38% para 0,58%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,42% para 0,55%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,41% para 0,51%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,40% para 0,54%. O índice de difusão situou-se em 61,1% em setembro (3,3 p.p. acima do registrado em setembro de 2013).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), aumentou 0,06% em agosto e 0,02% em setembro, com variação acumulada em doze meses de 3,24% (4,47% em setembro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 1,29% em doze meses (3,62% em setembro de 2013), -0,52% no segmento de produtos agropecuários e 1,98% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 6,97% em doze meses até setembro (5,29% em setembro de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 6,96% (8,09% em setembro 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), avançou 0,48% em agosto, com variação em doze meses de 2,50%. 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 agosto de 2014, o IBC-Br variou -1,35% em relação a agosto de 2013 e, ajustado sazonalmente, 0,27% em relação ao mês anterior. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil, após apontar contração da atividade em agosto (49,6), retornou a nível que indica expansão moderada (50,6) em setembro, com o crescimento da atividade do setor de serviços compensando contração modesta da produção no setor industrial. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) recuou 1,5% em outubro, atingindo o menor patamar desde abril de 2009. Por fim, tanto o Índice de Confiança da Indústria (ICI) quanto o índice de Confiança de Serviços (ICS), ambos calculados pela FGV, aumentaram em outubro pela primeira vez este ano. A elevação do ICI, após nove meses em recuo, foi determinada pelo componente de expectativas em relação à situação futura. Já o ICS, apesar da elevação mensal, encontra-se no segundo menor valor desde março de 2009. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projeta, em setembro, crescimento de 2,8% na produção de grãos em 2014, em relação a 2013.

5. A atividade fabril avançou pelo segundo mês consecutivo e repetiu em agosto a taxa de crescimento de 0,7% registrada em julho, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Ainda assim, o setor industrial acumula variação negativa de 3,1% no ano. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 5,4% em agosto, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro grandes categorias econômicas, e em 21 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação aumentou 1,1% de julho para agosto, de acordo com a série livre de influências sazonais, mas ainda se encontra em nível 8,8% menor do que o registrado em agosto de 2013. O indicador PMI do setor industrial para setembro, por seu turno, aponta reversão da expansão da produção verificada em agosto.
6. Entre as categorias de uso, comparando-se produção de agosto e julho, de acordo com a série com ajuste sazonal, o único ganho ocorreu no segmento de bens intermediários (1,1%). Por outro lado, ocorreram perdas no segmento de bens de consumo duráveis (-3,0%) e no de bens de consumo semi e não duráveis (-0,8%). No setor de bens de capital, a produção ficou estável. Comparando-se produção de agosto com a do mesmo mês de 2013, a produção dos setores de bens duráveis, bens de capital, bens intermediários e bens semi e não duráveis recuaram 17,9%, 13,4%, 3,3% e 3,1%, respectivamente.
7. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 4,9% em setembro, menor valor para o mês desde 2002, com redução de 0,1 p.p. em relação ao mês anterior e 0,5 p.p. em relação a setembro de 2013. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram criação de 123,8 mil postos de trabalho formais em setembro, a menor geração líquida para o mês desde 2001. Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora as evidências apontem acomodação na margem.
8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito recuou 1,1% em agosto, 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 6,8% em agosto, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de 1,1% e -0,4%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito alcançou 3,6%, e a do ampliado, 0,6%, com expansão em oito dos dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, aumentou em outubro, mas permanece em patamares historicamente baixos. 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.
9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 83,2% em outubro e, na série dessazonalizada, 82,0%. 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 (87,5%) e de bens intermediários (83,5%), seguidas pelas de bens de consumo duráveis (83,3%), de capital (78,9%) e de consumo não duráveis (77,6%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 4,1% no período de doze meses encerrado em agosto.
10. O saldo da balança comercial atingiu US\$3,5 bilhões em doze meses até setembro. Esse resultado adveio de exportações de US\$238,2 bilhões e de importações de US\$234,7 bilhões, com recuos de 0,6% e 1,2%, respectivamente, em relação ao acumulado até setembro de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$83,6 bilhões em setembro, equivalente a 3,7% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$66,5 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 2,9% do PIB.

11. 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, confirmou-se o fim do programa de compras de ativos por parte do banco central norte-americano (*Federal Reserve*) e, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodatórias. As taxas de inflação permanecem em níveis baixos nas economias maduras; e, nas emergentes, em níveis relativamente elevados.
12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a reunião anterior do Copom e atingiu patamares próximos a US\$85. 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 recuaram 4,27% e 5,07%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 6,0% em doze meses até setembro de 2014.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

13. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.
14. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 5,3% em 2014, ante 5,0% considerados na reunião do Copom de setembro. Entre outros fatores, essa projeção considera variações ocorridas, até setembro, nos preços da gasolina (0,1%) e do gás de bujão (2,8%), bem como hipóteses de redução de 6,4% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 17,6% 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, para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, variação de 6,0% em 2015 e de 4,9% em 2016, mesmos valores considerados na reunião do Comitê de setembro.
15. 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 -2 p.b. para o quarto trimestre de 2014 e de 2015, respectivamente.
16. 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.
17. 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 6,27% para 6,45% e, para 2015, de 6,29% para 6,30%.
18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,50/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 setembro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, a projeção de inflação aumentou no cenário de referência e diminuiu no cenário de mercado, nos dois casos permanecendo acima da meta de 4,5%. Para os três primeiros trimestres de 2016, apesar de indicarem que a inflação entra em trajetória de convergência, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, as projeções também apontam inflação acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN.

Implementação da política monetária

19. 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.
20. 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.
21. O Copom considera que, desde sua última reunião, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos 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.

22. 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 será menos intenso este ano, em comparação com o de 2013. Entretanto, na visão do Comitê, a atividade tende a entrar em trajetória de recuperação no próximo ano. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado; e os investimentos tendem a ganhar impulso. Essas mudanças, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. 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.
23. 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. Não obstante identificar evidências de estímulos fiscais na composição da demanda agregada este ano, na visão do Comitê, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar 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.
24. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. A esse respeito, 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 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.
25. 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 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.
26. 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.

27. Diante do quadro acima exposto, o Copom considera que, desde sua última reunião, entre outros fatores, a intensificação dos supracitados ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Parte de seus membros argumentou que incertezas ainda cercam a magnitude e a persistência desses ajustes e, por isso, posicionou-se a favor de que, neste momento, as condições monetárias permanecessem inalteradas. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a garantir, a um custo menor, a prevalência de um cenário mais benigno para a inflação em 2015 e 2016.
28. O Copom, então, decidiu elevar a taxa Selic para 11,25% a.a., sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 11,00% a.a.
29. Votaram pela elevação da taxa Selic para 11,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Anthero de Moraes Meirelles, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo e Sidnei Corrêa Marques. Votaram pela manutenção da taxa Selic em 11,00% a.a. os seguintes membros do Comitê: Altamir Lopes, Luiz Awazu Pereira da Silva e Luiz Edson Feltrim.
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. Por sua vez, as exportações tendem a ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. 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 destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente 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.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 2 de dezembro 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 187ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 2 e 3/12/2014

Local: Sala de reuniões do 8º andar (2/12) e do 20º andar (3/12) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h12 (2/12) e 16h50 (3/12)

Horário de término: 19h57 (2/12) e 20h14 (3/12)

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 2/12)

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 3/12)

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 2/12)

Fernando de Aquino Fonseca Neto – Coordenador do Departamento Econômico

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 0,42% em outubro, 0,15 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses declinou para 6,59% (5,84% em outubro de 2013), com os preços livres aumentando 6,88%

(7,37% em outubro de 2013), e os administrados, 5,57% (1,01% em outubro de 2013). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 6,25% em doze meses (6,38% em outubro de 2013), e os de não comercializáveis, 7,47% (8,24% em outubro de 2013). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 7,60% em doze meses até outubro (8,88% em outubro de 2013), e os dos serviços, 8,50% (8,74% até outubro 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 0,55% em setembro para 0,44% em outubro, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,63% (0,35 p.p. acima da registrada em outubro de 2013). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,57% em setembro para 0,44% em outubro; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio, de 0,58% para 0,42%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,55% para 0,41%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,51% para 0,41%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,54% para 0,51%. O índice de difusão situou-se em 64,9% em outubro (2,8 p.p. abaixo do registrado em outubro de 2013).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,02% em setembro e 0,59% em outubro, com variação acumulada em doze meses se posicionando em 3,21% (5,46% em outubro de 2013). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 1,32% em doze meses (5,07% em outubro de 2013), 1,29% no segmento de produtos agropecuários e 1,32% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 6,84% em doze meses até outubro (5,36% em outubro de 2013); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, 6,87% (8,14% em outubro 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), avançou 0,94% em setembro, com variação em doze meses de 2,87%. 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 setembro de 2014, o IBC-Br variou 0,92% em relação a setembro de 2013 e, ajustado sazonalmente, 0,40% em relação a agosto de 2014. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil se deslocou de 48,2 em outubro para 48,5 em novembro, nível que sugere moderada contração da atividade. Por sua vez, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) recuou 6,1% em novembro e atingiu o menor patamar desde dezembro de 2008. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) alcançou o menor nível da série histórica, com recuo de 2,1% em novembro. Já o Índice de Confiança da Indústria (ICI) avançou 3,6% em novembro, influenciado pela melhora na percepção sobre o estado dos negócios. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em outubro, crescimento de 2,5% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.
5. O Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado cresceu 0,1% no terceiro trimestre de 2014, após cair 0,6% no trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a taxa se deslocou para -0,2% (-0,9% no segundo trimestre). Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias recuou 0,3% ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e avançou 0,1% em relação ao mesmo trimestre de 2013. Por sua vez, o consumo do

governo cresceu 1,3% na margem e 1,9% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) avançou 1,3% em relação ao trimestre anterior e recuou 8,5% em relação ao terceiro trimestre de 2013.

6. A atividade fabril mostrou variação nula em outubro, após recuar 0,2% em setembro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula variação negativa de 3,0% no ano. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 3,6% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro grandes categorias econômicas e em 23 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação aumentou 3,1% de setembro para outubro, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 1,3% maior do que o registrado em outubro de 2013. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, voltou a cair em novembro.
7. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de outubro e setembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens intermediários (0,0%) e bens de capital (0,0%) registraram estabilidade na produção. Por outro lado, houve redução nos setores de bens de consumo duráveis (-0,8%) e de bens de consumo semi e não duráveis (-0,6%). Comparando-se a produção de outubro com a do mesmo mês de 2013, bens de capital (-11,4%) e bens de consumo duráveis (-9,4%) assinalaram quedas mais acentuadas entre as grandes categorias econômicas, acompanhados de recuo no segmento de bens intermediários (-2,8%) e no de bens de consumo semi e não duráveis (-0,1%).
8. A taxa de desemprego nas seis regiões metropolitanas cobertas pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) situou-se em 4,7% em outubro, menor valor para o mês desde 2002, com redução de 0,2 p.p. em relação ao mês anterior e de 0,5 p.p. em relação a outubro de 2013. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram destruição de 30,3 mil postos de trabalho formais em outubro, pior resultado para o mês desde o início da série histórica. Em suma, dados disponíveis indicam estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho, embora alguns dados apontem processo de acomodação.
9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,5% em setembro, 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 1,2% em setembro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de 0,4% e de 0,5%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito alcançou 3,4%, e a do ampliado, -0,1%, com expansão em cinco dos dez segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou 1,0% em novembro, apesar da evolução favorável no Índice de Situação Atual (ISA-COM). 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 83,9% em novembro e, na série dessazonalizada, 82,7%. 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 (87,1%) e as de bens de consumo duráveis (85,4%), seguidas pelas de bens intermediários (84,4%), de capital (80,4%) e de consumo não duráveis (77,8%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 5,4% no período de doze meses encerrado em setembro.
11. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$1,6 bilhão em doze meses até novembro. Esse resultado adveio de exportações de US\$228,4 bilhões e de importações de US\$230,0 bilhões, com recuo de 5,2% e de 3,7%,

respectivamente, em relação ao acumulado até novembro de 2013. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$84,4 bilhões em outubro, equivalente a 3,7% do PIB. Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$66,0 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. 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, confirmou-se o fim do programa de compras de ativos por parte do banco central norte-americano (*Federal Reserve*), e, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodáticas. O Banco do Japão expandiu seu programa de estímulo monetário e sinalizou a possibilidade de novas extensões. As taxas de inflação permanecem em níveis baixos nas economias maduras; nas emergentes, em níveis relativamente elevados.
13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a reunião anterior do Copom e atingiu patamares próximos a US\$70. 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 oferta. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas e metálicas recuaram 3,13% e 2,68%, respectivamente. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 6,9% em doze meses até outubro 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 5,3% em 2014, mesmo valor considerado na reunião do Copom de outubro. Entre outros fatores, essa projeção considera variações ocorridas, até outubro, nos preços da gasolina (0,3%) e do gás de bujão (3,8%), bem como hipóteses de redução de 6,4% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 17,6% 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, para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, variação de 6,0% em 2015, mesmo valor considerado na reunião do Comitê de outubro, e de 5,2% em 2016, ante 4,9% considerados na reunião anterior.
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 66 pontos base (p.b.) e de 7 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) de 2014 e no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 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 6,45% para 6,43% e, para 2015, de 6,30% para 6,49%.
19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$2,55/US\$ e da taxa Selic em 11,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2014 reduziu-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 diminuiu em relação ao valor considerado na reunião de outubro e permanece acima da meta para a inflação. Para 2015, a projeção de inflação se manteve relativamente estável, tanto no cenário de referência quanto no de mercado, nos dois casos, acima da meta de 4,5%. Para os três primeiros trimestres de 2016, apesar de indicarem que a inflação entra em trajetória de convergência para a meta de 4,5% fixada pelo CMN, as projeções também apontam inflação acima da mesma, tanto no cenário de referência quanto no de mercado.

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, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos 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.

23. O Copom pondera que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinham e que o ritmo de expansão da atividade doméstica será menos intenso este ano, em comparação com o de 2013. Entretanto, na visão do Comitê, a atividade tende a entrar em trajetória de recuperação no segundo semestre do próximo ano. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado; e os investimentos tendem a ganhar impulso. Essas mudanças, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. 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; o setor de serviços, por sua vez, 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. Não obstante identificar evidências de estímulos fiscais na composição da demanda agregada este ano, na visão do Comitê, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade, além disso, pondera que não se pode descartar migração para a zona de contenção fiscal. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Importa destacar, também, que a geração de *superavit* primários que fortaleçam a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribuirá para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, o que estimulará o investimento privado no médio e no longo prazo.
25. O Copom destaca que o cenário central também contempla expansão moderada do crédito. A esse respeito, 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 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; além disso, atribui elevada probabilidade a que ações nesse sentido sejam implementadas no horizonte relevante para a política monetária.
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 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 considera ainda que, desde sua última reunião, entre outros fatores, a intensificação desses ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável. Nesse contexto, o Comitê não descarta a ocorrência de cenário que contempla elevação da inflação no curto prazo, e antecipa que a inflação tende a permanecer elevada em 2015, mas ainda no próximo ano entra em longo período de declínio. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.
28. Diante do acima exposto, o Copom decidiu, por unanimidade, intensificar, neste momento, o ajuste da taxa Selic e elevá-la em 0,50 p.p., para 11,75% 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. Por sua vez, as exportações tendem a ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. 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 da inflação para a trajetória de metas, que, na visão do Comitê, tende a ocorrer em 2016.
31. O Copom destaca que, em momentos como o atual, a política monetária deve se manter especialmente 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. Entretanto, considerando os efeitos cumulativos e defasados da política monetária, entre outros fatores, o Comitê avalia que o esforço adicional de política monetária tende a ser implementado com parcimônia.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 20 de janeiro de 2015, para as apresentações técnicas, e no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 26.042, de 24 de junho de 2014.

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	<i>Asset-Backed Security</i>
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
CAC 40	<i>Cotation Assistée en Continue</i>
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
ETF	<i>Exchange-traded funds</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
Finame	Agência Especial de Financiamento Industrial
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
FTSE MIB	<i>FTSE Milano Italia Borsa Index</i>
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
IBD	Investimentos Brasileiros Diretos
IBEX 35	<i>Índice Bursatil Español</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICI	Índice de Confiança da Indústria

ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
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
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
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
IPC	<i>Índice de Precios y Cotizaciones</i>
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
ISA	Índice da Situação Atual
ISE	Bolsa de Valores de Istambul
JGB	Títulos do Governo Japonês
J-REIT	<i>Japan Real estate investment trusts</i>
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PEA	População Economicamente Ativa
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
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PNADC	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PO	População Ocupada
Proinveste	Programa de Apoio ao Investimento dos Estados e Distrito Federal
QE	<i>Quantitative Easing</i>
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
RTSI	<i>Russian Trading System Index</i>
S&P 500	<i>Standard and Poor's 500</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
Sensex	<i>Bombay Stock Exchange Sensitive Index</i>
TD	Taxa de desemprego
TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>

UCI	Utilização da Capacidade Instalada
USDA	Departamento de Agricultura Norte-Americano
VAR	Vetor Autorregressivo
VEC	Vetor de correção de erros
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>