

ISSN 1517-6576



Relatório de Inflação

Junho 2017

Volume 19 \ Número 2



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Relatório de Inflação

Junho 2017

Volume 19 \ Número 2

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação

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

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

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: conep.depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de 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 19, nº 2.

Convenções estatísticas

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

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

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

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

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

Central de Atendimento ao Público

Banco Central do Brasil
Departamento de Atendimento Institucional (Deati)
Divisão de Atendimento ao Cidadão (Diate)
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 1º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <http://www.bcb.gov.br/?FALECONOSCO>

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

Missão e objetivos

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

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

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

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

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

Implementação

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

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

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

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

Relatório de Inflação

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

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

Sumário

Sumário executivo	7
Conjuntura econômica	9
1.1 Cenário externo	9
1.2 Conjuntura interna	12
Atividade econômica e mercado de trabalho	12
Crédito	17
Fiscal	18
Demanda externa e Balanço de Pagamentos	18
1.3 Inflação e expectativas do mercado	20
Índices de preços	20
Índice de difusão e núcleos	22
Expectativas de mercado	23
Perspectivas para a inflação	45
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	46
Projeções de curto prazo	47
2.2 Projeções condicionais	47
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	50
Boxes	
Impacto da safra agrícola sobre a atividade econômica	25
Estoques e ciclo econômico recente	28
Revisão da projeção do PIB para 2017	31
O que é Investimento Direto? Como se comporta no Brasil?	33
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2017	39
O impacto das expectativas e da atividade econômica na inflação subjacente de serviços	42
Modelo agregado de pequeno porte – 2017	52
Apêndice	59

Sumário executivo

A trajetória recente dos principais indicadores econômicos corrobora o cenário de estabilização e perspectiva de retomada gradual da atividade econômica. Nesse contexto, a projeção para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2017 foi mantida em 0,5%. Entretanto, a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade.

O cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global mais forte tem mitigado os efeitos sobre a economia brasileira de possíveis mudanças de política econômica nos países centrais.

Expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 3,7% para 2017 e encontram-se ao redor de 4,4% para 2018 e de 4,25% para 2019 e horizontes mais distantes.

O comportamento da inflação permanece favorável, com desinflação difundida inclusive nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Índices de inflação divulgados recentemente situaram-se abaixo das expectativas e o amplo conjunto de medidas de núcleo de inflação acompanhadas pelo Copom indica nível baixo de inflação corrente.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, de acordo com o cenário com taxas de juros e câmbio da pesquisa Focus, projeta-se inflação em torno de 3,8% em 2017 e de 4,5% em 2018. A projeção para a inflação acumulada nos quatro trimestres encerrados no segundo trimestre de 2019 encontra-se em torno de 4,3%.

O Copom entende que a extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá das projeções e expectativas de inflação, da atividade econômica, do balanço de riscos, mas também das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira.

O Comitê entende que o aumento recente da incerteza associada à evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira dificulta a queda mais célere das estimativas da taxa de juros estrutural e as torna mais incertas. Essas estimativas continuarão a ser reavaliadas pelo Comitê ao longo do tempo.

Em função do cenário básico e do balanço de riscos avaliados em sua última reunião, o Copom entendeu que uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária em relação ao ritmo adotado naquela ocasião deveria se mostrar adequada em sua próxima reunião, em julho (208ª reunião).

O Copom reitera sua preferência por explicitar condicionalidades sobre a evolução da política monetária, o que melhor transmite a racionalidade econômica que guia suas decisões. Isso contribui para aumentar a transparência e melhorar a comunicação do Copom.

O ritmo de flexibilização monetária continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, de possíveis reavaliações da estimativa da extensão do ciclo e das projeções e expectativas de inflação.

Conjuntura econômica

A trajetória recente dos principais indicadores econômicos corrobora o cenário de estabilização e perspectiva de retomada gradual da atividade econômica. O crescimento do PIB no primeiro trimestre do ano, após oito períodos de contração, endossa essa perspectiva. Deve-se considerar, entretanto, que a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica.

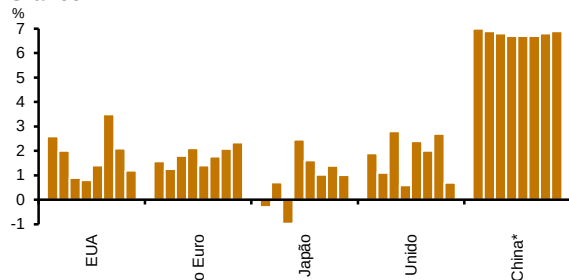
O mercado de trabalho tem registrado desempenho relativamente mais favorável nos últimos meses. A queda da inflação favorece a recomposição da renda real e contribui para a recuperação gradativa do consumo. Entretanto, a economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

O cenário externo tem se mostrado favorável, ressaltando-se que o melhor desempenho da atividade econômica global tem mitigado os efeitos de possíveis mudanças de política econômica nos países centrais.

O comportamento da inflação segue favorável, com desinflação difundida nos seus vários componentes. Destaque-se que a desinflação dos preços de alimentos e de preços industriais pode ter efeitos secundários na evolução dos preços, favorecendo recuos adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia

1.1 Cenário externo

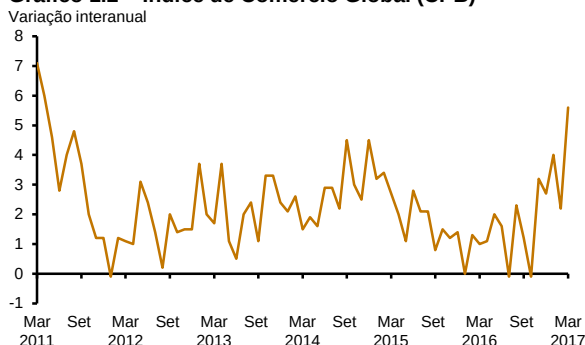
A perspectiva de aceleração da atividade econômica global em 2017 se consolidou no trimestre encerra-

Gráfico 1.1 – PIB^{1/}

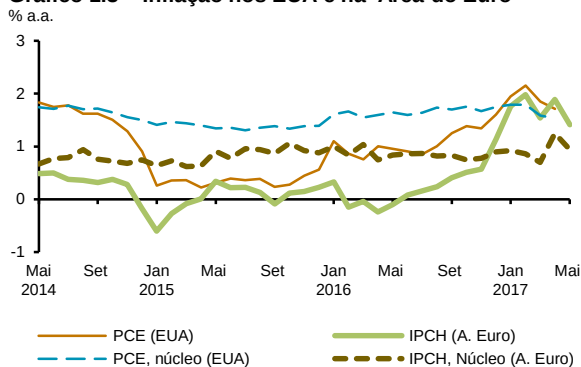
1/ Var% T/T-1. Taxas anualizadas, c/ajuste sazonal. Último: 1º tri/2017

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

Fonte: Thomson Datastream

Gráfico 1.2 – Índice de Comércio Global (CPB)

Fonte: Thomson Datastream, CPB

Gráfico 1.3 – Inflação nos EUA e na Área do Euro

Fonte: Thomson Datastream

do em maio, com os indicadores econômicos sugerindo maior sincronia no crescimento das maiores economias desenvolvidas e o comércio internacional registrando o maior ritmo de crescimento em seis anos. Adicionalmente, ressalte-se que alguns fatores, como a vitória do candidato pró União Europeia no pleito eleitoral francês, reduziram o risco à estabilidade da união monetária, embora ainda persistam incertezas na região, associadas à forma como ocorrerá o *Brexit* e ao processo eleitoral na Itália.

No primeiro trimestre de 2017, houve comportamento heterogêneo da atividade global. A economia acelerou na China¹ e na Área do Euro, e recuou nos Estados Unidos da América (EUA), Japão e no Reino Unido. Na China, o crescimento foi impulsionado principalmente pelo consumo, pela recuperação das exportações e pelos investimentos públicos em infraestrutura, persistindo, contudo, os desafios da condução na transição de modelo econômico e na manutenção da estabilidade financeira no país. Na Área do Euro, a recuperação econômica vem sendo estimulada pela geração de empregos, pela política monetária ainda acomodatória e pelo setor externo.

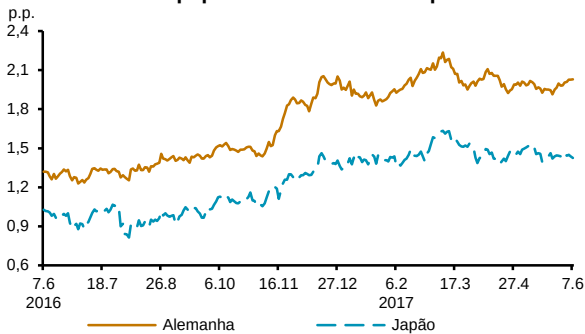
Nos EUA, fatores temporários afetaram negativamente o crescimento. O excessivo otimismo verificado após as eleições presidenciais de novembro de 2016 – baseado na expectativa da aprovação de medidas fiscais expansionistas e da desregulação de setores da economia – enfraqueceu-se frente às dificuldades políticas em dar prosseguimento a essas medidas. Apesar disso, indicadores de confiança elevados e números positivos no mercado de trabalho seguem sinalizando aceleração econômica ao longo do ano. No Japão, apesar da ligeira desaceleração no primeiro trimestre, destacou-se o desempenho do consumo privado e a contribuição positiva da demanda externa. No Reino Unido, as incertezas em relação ao *Brexit* e a redução do consumo, impactado pelo processo inflacionário em curso, podem ter contribuído para a redução do dinamismo da economia.

A trajetória ascendente da variação anual da inflação foi interrompida nos EUA e na Área do Euro, refletindo os efeitos da variação dos preços da energia. Vale ressaltar que a inflação, nessas regiões, tem oscilado em patamar mais próximo ao objetivo

1/ No caso da China, o crescimento acelerou na comparação interanual.

das autoridades monetárias do que nos últimos anos. As medidas de inflação subjacente nos EUA e na Área do Euro permanecem contidas. No Reino Unido, a inflação seguiu em ascensão, repercutindo a desvalorização da libra desde o referendo que decidiu pelo *Brexit*. Na América Latina, a inflação ao consumidor permaneceu em trajetória declinante nas principais economias, com exceção do México.

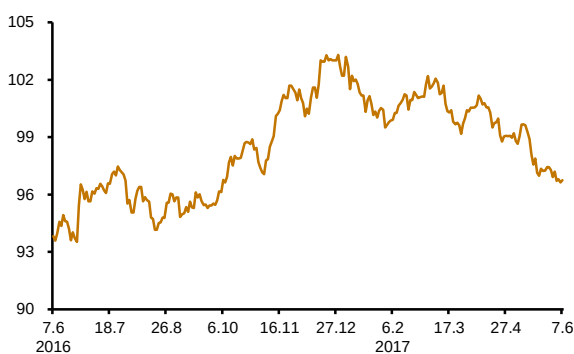
Gráfico 1.4 – Spreads entre títulos soberanos de 2 anos dos EUA e papéis da Alemanha e Japão



Fonte: Thomson Datastream

O *Federal Open Market Committee* (FOMC), dos EUA, decidiu por nova alta dos *fed funds* na reunião de junho, em contexto de mercado de trabalho em torno do pleno emprego e de expectativa de convergência da inflação ao objetivo de 2,0%. Na mesma reunião, o Comitê reafirmou a intenção de iniciar a redução do balanço do Federal Reserve (Fed) ainda em 2017, divulgando detalhadamente o processo que deverá iniciar-se em ritmo de até US\$ 10 bilhões mensais, intensificando-se a cada três meses, até que o volume máximo mensal de US\$50 bilhões seja atingido. A redução deverá ocorrer até que o balanço do Fed atinja um nível “adequado”, sendo esse patamar superior ao prevalecente antes da crise de 2008-2009. O Banco Central Europeu, apesar de manter inalterados o Programa de Compras de Ativos (APP) e as taxas básicas de juros, retirou o viés expansionista da política monetária na reunião de junho, avaliando que os riscos para o crescimento já estão balanceados e que não há mais riscos de deflação. Na mesma direção, o Banco do Japão (BoJ) reduziu o ritmo de compra de títulos.²

Gráfico 1.5 – Dollar Index



Fonte: Thomson Datastream

A discussão sobre a redução do balanço do Fed ganhou espaço na reunião do FOMC de maio, sob a premissa de que uma redução gradual e previsível diminuiria possíveis efeitos negativos nos mercados. Até o momento, essa iniciativa exerceu impacto reduzido nos mercados financeiros globais.

O ambiente de crescimento mais equilibrado e de menor divergência entre as políticas monetárias das principais economias favoreceu a acomodação dos *spreads* entre os títulos soberanos dessas economias e a continuidade da queda do *dollar index*³, que retornou a patamar próximo ao registrado anteriormente às eleições americanas. No mesmo sentido, o

- 2/ A redução (de ¥80 trilhões para algo ao redor de ¥60 trilhões anualizados durante 2017) não foi anunciada formalmente na reunião de política monetária, mas em maio o presidente do BoJ, Haruhiko Kuroda, confirmou esse fato ao parlamento do Japão.
- 3/ O dólar index, divulgado pela ICE, é calculado a partir das taxas de câmbio bilaterais do dólar frente a seis outras moedas: euro, iene, libra esterlina, dólar canadense, coroa sueca e franco suíço.

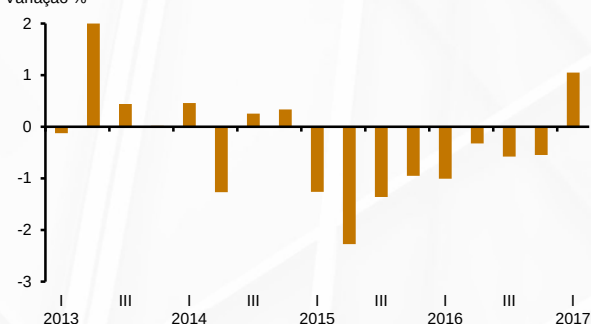
As economias emergentes também se beneficiaram do melhor cenário econômico, ainda que os preços de algumas *commodities* tenham declinado no período. As bolsas de valores acompanharam as altas nos mercados maduros, embora com algumas importantes exceções⁵. O indicador de risco *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+)⁶ recuou discretamente. As moedas das economias emergentes apresentaram comportamento diverso ante o dólar dos EUA.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica e mercado de trabalho

O conjunto dos indicadores de atividade econômica divulgados desde o último Relatório de Inflação permanece compatível com o cenário de estabilização da economia brasileira no curto prazo e de sua recuperação gradual nos próximos trimestres. Nesse contexto, o crescimento registrado pelo PIB⁷, na margem, no primeiro trimestre de 2017 refletiu o expressivo desempenho da safra de grãos, a recuperação moderada da atividade industrial e a estabilidade no setor de serviços. Indicadores referentes ao segundo trimestre do ano registram trajetória consistente com o cenário de retomada gradual da atividade, salientando-se, no entanto, os riscos derivados da elevação das incertezas em relação à velocidade de aprovação das reformas necessárias

Gráfico 1.7 – PIB^{1/}
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Variação %



Fonte: IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

7/ Ver boxe "Revisão das projeções do PIB para 2017"

Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

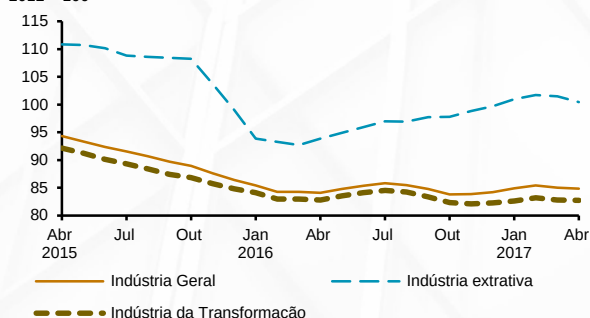
Discriminação	2016				Variação %
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	2017 I Tri
PIB a preços de mercado	-1,0	-0,3	-0,6	-0,5	1,0
Agropecuária	-6,0	0,9	0,2	-0,2	13,4
Indústria	-0,4	0,3	-1,4	-0,9	0,9
Serviços	-0,5	-0,6	-0,5	-0,7	0,0
Consumo das famílias	-1,2	-1,0	-0,3	-0,5	-0,1
Consumo do governo	0,6	-0,2	-0,4	-0,0	-0,6
Formação Bruta de					
Capital Fixo	-1,6	0,1	-2,4	-1,6	-1,6
Exportação	-0,1	-0,2	-2,7	-1,0	4,8
Importação	-4,2	6,4	-3,1	3,5	1,8

Fonte: IBGE

Gráfico 1.8 – Produção Industrial^{1/}

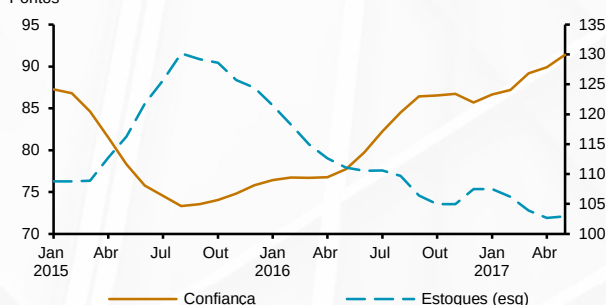
Indústria geral e segmentos (MM3M)

2012 = 100

**Gráfico 1.9 – Confiança e estoques^{1/}**

Indústria de transformação (MM3M)

Pontos



para a continuidade dos ajustes na economia do país.

O PIB cresceu, na margem, 1,0% no primeiro trimestre de 2017, considerados dados dessazonalizados. No âmbito da oferta, destaque para o crescimento do produto agropecuário, impulsionado pelo crescimento das safras de soja, milho e arroz, e em menor escala, para a moderada recuperação da atividade industrial. Em relação aos componentes da demanda, o consumo das famílias permaneceu em patamar historicamente reduzido e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) experimentou retração adicional, contrastando com a contribuição positiva do setor externo, que foi impulsionada pelas exportações da safra de grãos e de petróleo. De forma geral, portanto, os componentes de oferta mostraram dinâmica mais favorável do que os da demanda, sugerindo contribuição positiva da variação de estoques⁸.

Estatísticas relativas ao segundo trimestre sugerem continuidade da trajetória de recuperação gradual da economia. Ressalte-se, entretanto, que o dinamismo do setor agropecuário não deve se manter, na medida em que culturas com maior importância sazonal no segundo trimestre não apresentaram mesmo desempenho das culturas mais relevantes no primeiro trimestre do ano⁹.

A produção industrial permanece em trajetória consistente com o processo de estabilização da atividade econômica. Nesse contexto, a produção física da indústria, após aumentar, na margem, 1,3% no trimestre encerrado em janeiro, manteve-se estável no trimestre finalizado em abril, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Nessa base de comparação, a produção da indústria extrativa recuou 0,5% e a da indústria de transformação manteve estabilidade, destacando-se os crescimentos nos segmentos de bens de consumo duráveis (1,1%) e de bens de capital (0,5%).

8/ A contribuição positiva da variação de estoques pode estar, em parte, associada ao aumento significativo da safra agrícola; por outro lado, a estabilização da demanda doméstica sugere a influência de um segundo componente, associado ao ciclo econômico. Ver discussão no box “Evolução dos estoques no ciclo recente”.

9/ Ver box “Impacto da safra agrícola sobre a atividade econômica”

Gráfico 1.10 – Índice de Incerteza da Economia

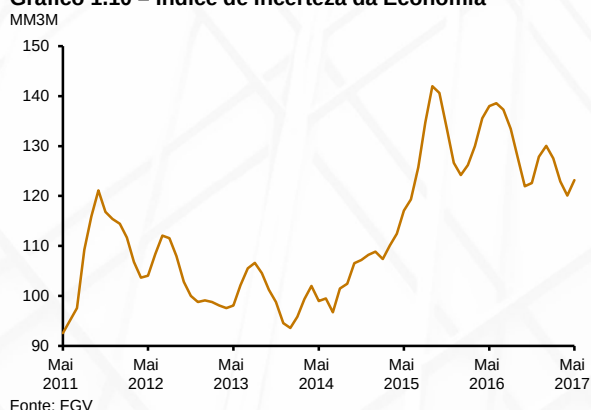


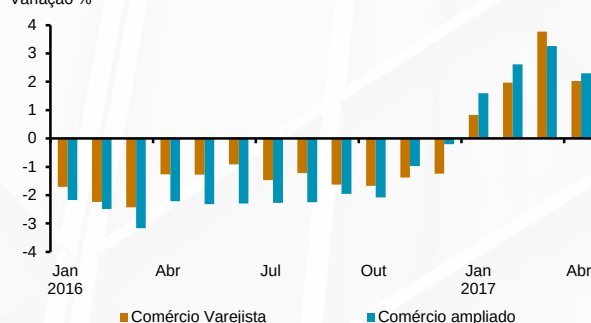
Tabela 1.2 – Volume de serviços

Discriminação	Variação no trimestre ante trimestre anterior (%) ^{1/}		
	2016 Out	2017 Jan	2017 Abr
Total	-1,9	-1,1	-0,9
Serviços prestados às famílias	0,5	1,3	-1,2
Serviços de informação e comunicação	-1,0	-2,1	1,5
Serviços profissionais, administrativos e complementares	-0,3	-3,3	-5,6
Transportes, serviços auxiliares do transporte e correios	-1,7	1,9	0,2
Outros serviços	-2,6	-1,0	-7,3

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.11 – Índice de volume de vendas^{1/}
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Variação %



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

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

11/ Cabe ressaltar que a PMS passou por revisão metodológica recente. Entre outras alterações, a revisão implicou mudança do ano base, dos pesos dos segmentos e da amostra da pesquisa.

Indicadores de alta frequência relativos a maio sugerem perspectivas favoráveis para o comportamento do setor industrial na margem. Nesse sentido, o Índice de Confiança da Indústria¹⁰ (ICI) registrou média de 91,4 pontos no trimestre encerrado em maio, ante 87,2 pontos no terminado em fevereiro, segundo dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. No mesmo período, o índice de estoques da indústria recuou 3,3 pontos, evidenciando que o setor fabril, de modo geral, continuou em processo de ajustamento de estoques.

Ressalte-se que os resultados das sondagens de confiança apresentadas neste relatório ainda não incorporaram, de forma integral, o aumento das incertezas observado em maio, na medida que os períodos de coleta são distribuídos ao longo do mês. Nesse sentido, importante observar a evolução do Indicador de Incerteza da Economia (IIE-Br) da Fundação Getúlio Vargas (FGV), com período de coleta mais amplo, que subiu 9,3 pontos em maio, para 128,1 pontos.

O setor de serviços mantém trajetória consistente com estabilização no médio prazo, embora com expressivas flutuações na margem¹¹. Nesse sentido, após registrar queda de 5,0% em 2016, o volume de serviços recuou 0,9% no trimestre encerrado em abril de 2017, em relação ao encerrado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS). Destacaram-se as variações nos segmentos serviços profissionais, administrativos e complementares (-5,6%) e serviços de informação e comunicação (1,5%).

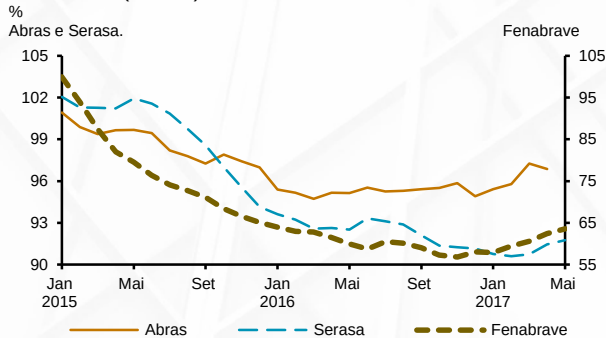
Conforme enfatizado em outros relatórios de inflação, a recuperação consistente da produção de serviços depende, em parte, da retomada da atividade industrial, que tem expressiva influência sobre os segmentos comércio, transporte, e serviços profissionais e administrativos, e da melhora nas condições de mercado de trabalho, que favorece o consumo de serviços em geral.

Do lado da demanda, dados recentes do PIB evidenciam cenário de estabilização do consumo das famílias, após retrações acentuadas nos dois últimos anos. Na margem, indicadores do comércio em geral mostram tendência de recuperação da

atividade no segundo trimestre, em linha com perspectiva de melhora na situação financeira das famílias, impulsionada pelo cenário de evolução recente da renda real, de liberação de saques do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e de redução gradual do nível de endividamento.

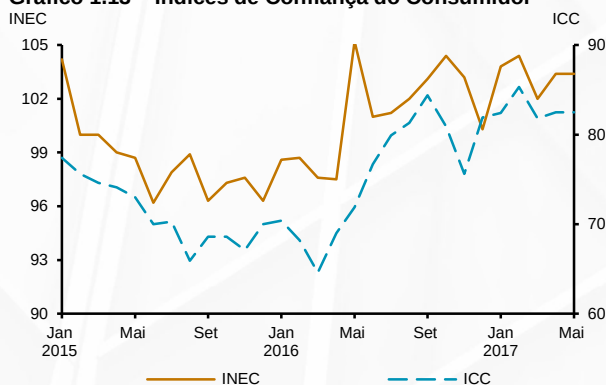
As vendas do comércio ampliado aumentaram 2,3% no trimestre finalizado em abril, em relação ao terminado em janeiro, quando cresceram 1,6%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE. Houve elevação em sete dos dez segmentos pesquisados com destaques para as vendas de tecidos, vestuário e calçados (11%) e de móveis e eletrodomésticos (6,3%)¹².

Gráfico 1.12 – Indicadores coincidentes do comércio^{1/}
2014 = 100 (MM3M)



Indicadores coincidentes também sinalizam continuidade da tendência de recuperação das vendas no varejo no segundo trimestre de 2017. As vendas reais do setor supermercadista cresceram 1,5% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras), e as vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), elevaram-se 7,1% no trimestre encerrado em maio, em relação ao terminado em fevereiro. O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, de abrangência nacional, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais aos cadastros da Serasa, variou 1,3% no trimestre encerrado em maio de 2017, em relação ao finalizado em fevereiro.

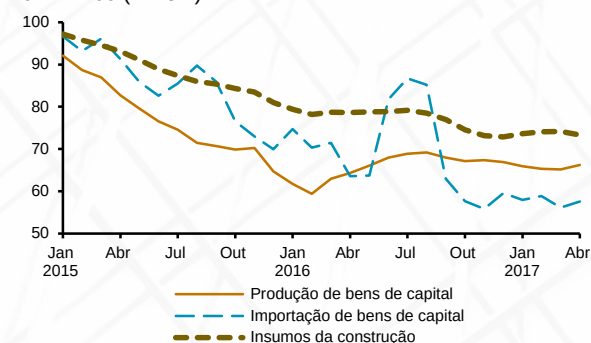
Gráfico 1.13 – Índices de Confiança do Consumidor



Os indicadores de confiança do consumidor permanecem em recuperação, com alguma oscilação na margem, destacando-se a evolução dos componentes de expectativas. Nesse contexto, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da FGV, aumentou 7,5% no trimestre finalizado em maio em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, para os dados ajustados sazonalmente, resultado de altas de 4,5% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 8,9% no Índice de Expectativas (IE). O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), variou

12/ Assim como a PMS, a PMC passou por revisão metodológica – com efeito a partir de janeiro de 2017 – que, entre outros, alterou o ano base da pesquisa, os pesos dos segmentos e a amostra pesquisada.

Gráfico 1.14 – Comportamento da FBCF^{1/}
2014 = 100 (MM3M)

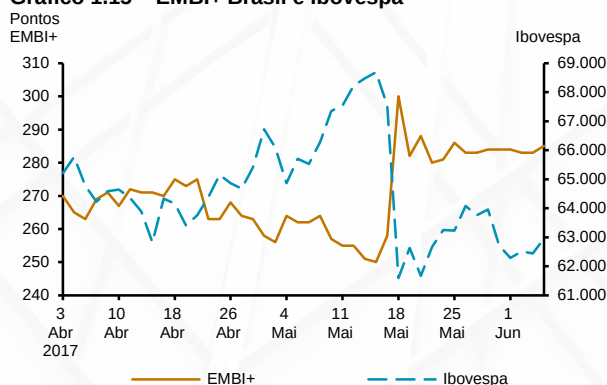


Fontes: IBGE-PIM e Funcex
1/ Série com ajuste sazonal.

1,9% no trimestre finalizado em maio, em relação ao mesmo período do ano anterior.

Ressalte-se que, embora evoluindo positivamente, os indicadores de confiança do consumidor mantêm-se em patamar historicamente reduzido, compatível com o cenário de recuperação lenta do consumo. Prospectivamente, os processos desinflacionário e de desalavancagem das famílias, ambos em curso, que favorecem a recomposição da renda real e a retomada em ritmo moderado do crédito, contribuem para a recuperação gradativa do consumo no médio prazo.

Gráfico 1.15 – EMBI+ Brasil e Ibovespa

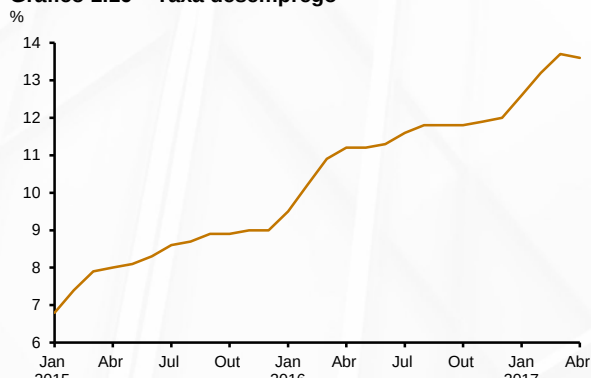


Fonte: Thompson Reuters e BM&F

A FBCF recuou 1,6% no primeiro trimestre de 2017, em relação ao último trimestre de 2016, considerados dados dessazonalizados, acumulando decréscimo de 29,8% desde o terceiro trimestre de 2013.

A trajetória descendente da FBCF repercute a retração na absorção de bens de capital, em cenário de recuos na importação, conjuntamente com contração na produção de insumos típicos da construção civil. Por outro lado, registre-se a expansão na produção de bens de capital, na margem.

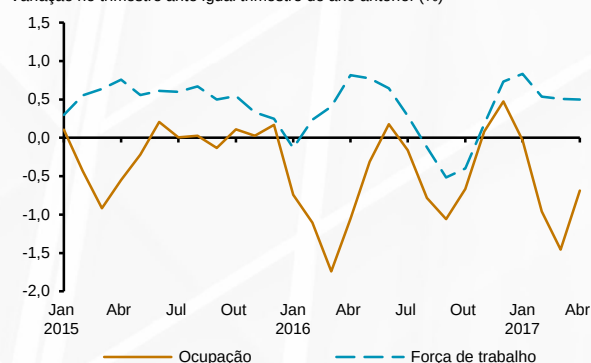
Gráfico 1.16 – Taxa desemprego



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

Conforme mencionado em outros relatórios, a recuperação efetiva do investimento está condicionada, em parte, pela redução da alavancagem e do comprometimento de renda das empresas não financeiras. Adicionalmente, ressaltar-se que a elevação do grau de incerteza na economia, evidenciado no comportamento de indicadores financeiros, pode retardar a retomada dos investimentos.

Gráfico 1.17 – População ocupada e força de trabalho
Variação no trimestre ante igual trimestre do ano anterior (%)



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

A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos reduzidos índices de utilização da capacidade da indústria e na taxa de desemprego. Nesse sentido, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação situou-se, na média, em 74,6% no trimestre finalizado em maio – ante 78,6% para média dos últimos cinco anos –, apresentando crescimento modesto em relação ao trimestre anterior, 0,7 p.p., dados dessazonalizados. Esse aumento refletiu crescimentos do Nuci das indústrias de bens de consumo não-duráveis (2,1 p.p.) e de bens de capital (1,9 p.p.) e recuos nos indicadores das indústrias de bens intermediários (0,7 p.p.) e de bens de consumo duráveis (0,2 p.p.).

Tabela 1.3 – Evolução do emprego formal

Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2016		2017	
	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}
Total	-286,2	-385,9	31,8	-9,0
Indústria de transformação	-67,0	-83,6	14,1	31,6
Comércio	-128,0	-197,8	-49,8	-109,9
Serviços	-37,8	-54,9	58,2	48,7
Construção civil	-57,4	-60,0	-23,7	-24,5
Agropecuária	-7,7	1,0	17,4	28,0
Serviços ind. de util. pública	-1,8	-2,7	1,1	1,8
Outros ^{1/}	13,5	12,1	14,5	15,1

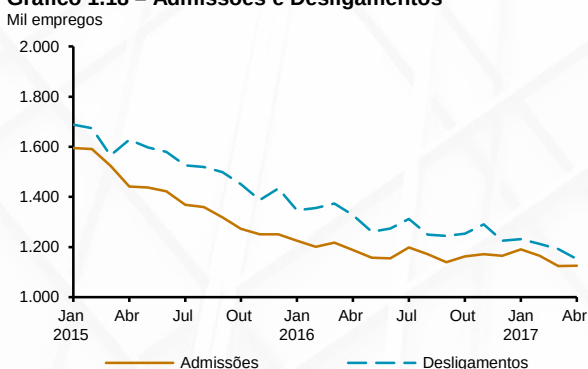
Fonte: Ministério do Trabalho.

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Trimestre encerrado em abril/2017.

3/ Acumulado no ano até abril/2017.

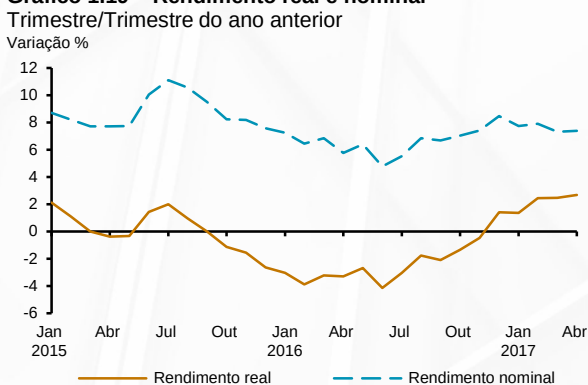
Gráfico 1.18 – Admissões e Desligamentos^{1/}



Fonte: Caged (Ministério do Trabalho)

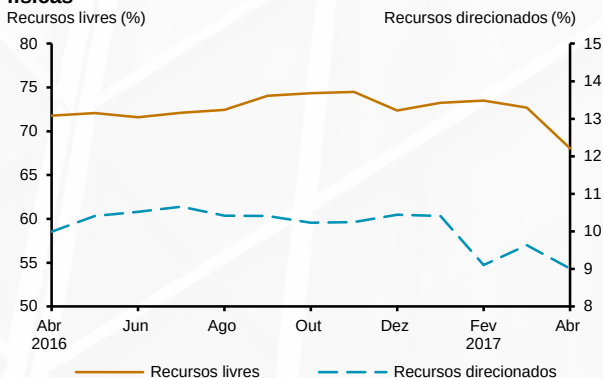
1/ Série com ajuste sazonal.

Gráfico 1.19 – Rendimento real e nominal



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

Gráfico 1.20 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas



O processo de distensão do mercado de trabalho permanece impactando a evolução da taxa de desemprego, que, segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), atingiu 13,6% no trimestre encerrado em abril de 2017, ante 11,2% no terminado em abril de 2016. A evolução interanual repercutiu recuo de 1,5% na ocupação e aumento de 1,2% na força de trabalho.

Na margem, entretanto, há sinais de melhora no mercado de trabalho, notadamente no segmento formal. De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho, houve geração de 59,9 mil postos de trabalho em abril (corte de 62,8 mil vagas no mesmo mês de 2016), resultando em criação de 31,8 mil vagas no trimestre (-286,2 mil no mesmo período de 2016). Destacaram-se as gerações de empregos no setor de serviços (58,2 mil), na agropecuária (17,4 mil) e na indústria da transformação (14,1 mil). A melhora no saldo líquido dos empregos formais está mais relacionada ao movimento de redução no ritmo de desligamentos do que propriamente ao aumento de admissões.

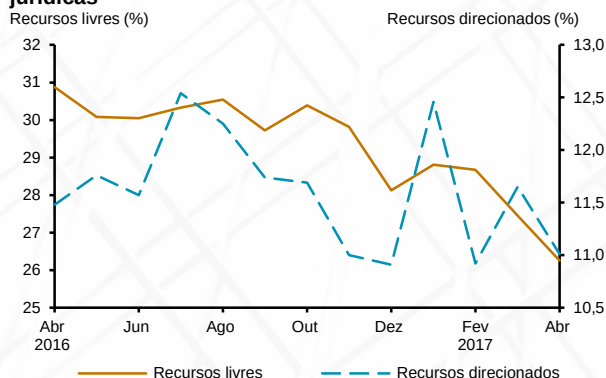
O processo desinflacionário em curso tem permitido evolução favorável da renda real, mesmo em ambiente de taxa de desemprego crescente. O rendimento médio real habitual aumentou 2,7% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual período de 2016, de acordo com a PNAD Contínua, ratificando a perspectiva de que o ajuste no mercado vem ocorrendo principalmente por intermédio da quantidade de empregos. Na margem, o rendimento real aumentou 0,7% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, contribuindo para aumento de 0,3% na massa salarial, no período.

O mercado de trabalho reage com defasagens à atividade econômica. Melhoras nos indicadores de emprego devem ocorrer de forma mais consistente após a consolidação da recuperação da atividade econômica.

Crédito

As operações de crédito, em trajetória de desaceleração, recuaram 0,1% no trimestre terminado em abril, influenciadas pela retração de 0,9% registrada na carteira de pessoas jurídicas. Em sentido oposto,

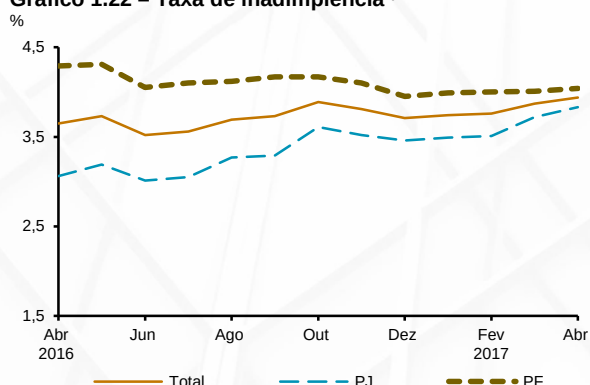
Gráfico 1.21 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas



a carteira de pessoas físicas aumentou 0,7% no período, destacando-se o desempenho das modalidades consignado, rural e imobiliário. Nesse contexto, a relação crédito/PIB atingiu 48,4% em abril, ante 51,8% em igual mês de 2016.

As taxas de juros recuaram 2,7 p.p. no trimestre, influenciadas principalmente pela redução nas operações com recursos livres, refletindo o ciclo da política monetária e as mudanças no cartão de crédito rotativo, conforme Resolução nº 4.549¹³. A taxa de juros variou -3,5 p.p. no segmento de pessoas físicas e 1,9 p.p. no de pessoas jurídicas.

Gráfico 1.22 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

A inadimplência do sistema financeiro permanece relativamente bem comportada, dado o cenário de ampliação do desemprego e reduzido patamar da atividade econômica. Consideradas as operações com atraso superior a noventa dias, aumentou 0,2 p.p. no trimestre, para 3,9%. O indicador permaneceu estável, em 4,0%, no segmento de pessoas físicas e aumentou 0,3 p.p., para 3,8%, no segmento de pessoas jurídicas, destacando-se a elevação dos atrasos nas operações de capital de giro.

Fiscal

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

Acumulado em 12 meses

Segmento	2015		2016		Abr 2017	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%
	bilhões	PIB	bilhões	PIB	bilhões	PIB
Governo Central	116,7	1,9	159,5	2,5	156,4	2,5
Governos regionais	-9,7	-0,2	-4,7	-0,1	-11,1	-0,2
Empresas estatais	4,3	0,1	1,0	0,0	-0,2	-0,0
Total	111,2	1,9	155,8	2,5	145,1	2,3

O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$15,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2017, ante *superavit* de R\$4,4 bilhões no mesmo período de 2016. Em doze meses, ocorreu *deficit* primário de R\$145,1 bilhões (2,29% do PIB). A Lei de Diretrizes Orçamentárias estabeleceu *deficit* primário de R\$143,1 bilhões como meta para o resultado fiscal de 2017, com indicação de recuperação gradual do equilíbrio nas contas públicas nos anos seguintes.

Demanda externa e Balanço de Pagamentos

As transações externas do país têm contribuído para o processo de estabilização da atividade econômica, conforme evidenciado no resultado do PIB do primeiro trimestre do ano. Dados mais recentes do balanço de pagamentos corroboram essa perspectiva. A conta corrente apresentou *superavit* nos meses de março e abril, implicando

13/ A Resolução nº 4.549, de 2017, estabeleceu que a partir de 03 de abril de 2017, as instituições financeiras somente poderão financiar em linha de crédito rotativo até o vencimento da fatura subsequente.

Tabela 1.5 - Balanço de Pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões				
	2016			2017	
	Abr	Jan-abr	Ano	Abr	Jan-abr
Transações correntes	0,4	-7,2	-23,5	1,2	-3,5
Balança comercial	4,6	12,4	45,0	6,7	20,6
Exportações	15,3	55,7	184,5	17,6	68,0
Importações	10,7	43,3	139,4	10,9	47,4
Serviços	-2,5	-8,7	-30,4	-2,5	-9,9
Renda primária	-1,9	-11,8	-41,1	-3,2	-14,8
Renda secundária	0,2	1,0	3,0	0,2	0,7
Conta financeira	-0,0	-4,8	-16,5	1,7	-1,2
Investimentos diretos	-5,6	-21,1	-71,1	-5,5	-28,8
No exterior	1,2	2,7	7,8	0,1	0,8
No país	6,8	23,8	78,9	5,6	29,5
Investimentos em carteira	-1,0	5,4	19,2	-3,7	2,3
Derivativos	-0,3	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1
Outros investimentos	3,5	11,8	27,2	6,6	17,6
Ativos de reserva	3,4	-0,6	9,2	4,4	7,8
Memo:					
Transações correntes / PIB		-1,2	-1,3		-0,5

significativa redução do *deficit* acumulado no primeiro quadrimestre deste ano, relativamente ao observado em igual período de 2016 – queda de 51,3%. Esse movimento refletiu, sobretudo, o expressivo aumento do *superavit* comercial, impulsionado principalmente pela evolução favorável dos preços de exportação de commodities e pelo início de embarques de safra recorde de soja. Os resultados acima do esperado para o saldo comercial têm superado o crescimento moderado do *deficit* na conta de serviços, bem como a expansão das despesas líquidas de renda primária, que tem respondido à melhora do ritmo de expansão da atividade doméstica. Desta forma, reavaliou-se a previsão de *deficit* em transações correntes no ano, para 1,2% do PIB¹⁴, segundo boxe apresentado neste Relatório.

No âmbito da conta financeira, as captações líquidas superaram as concessões líquidas em US\$1,2 bilhão no primeiro quadrimestre de 2017, indicando manutenção dos ingressos líquidos de capital, ainda que em magnitude inferior à de igual período do ano passado (US\$4,8 bilhões). Essa redução nas captações líquidas refletiu principalmente o relevante aumento da constituição de ativos brasileiros no exterior, especificamente créditos comerciais, e ocorreu a despeito da ampliação do ingresso de capitais estrangeiros no período. Considerando o afluxo de capitais estrangeiros, destaque-se a expansão de ingressos líquidos de investimento direto no país, que atingiram US\$29,5 bilhões (US\$23,8 bilhões no mesmo intervalo de 2016), acumulando US\$84,7 bilhões nos doze meses encerrados em abril, ante *deficit* de US\$19,8 bilhões observado em conta corrente, no mesmo período. Os ingressos líquidos em passivos de investimento em carteira somaram US\$811 milhões (saídas líquidas de US\$5,0 bilhões no primeiro quadrimestre de 2016), influenciados pela conta de títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico, que tem apresentado relativa recuperação, após expressivas saídas líquidas observadas em 2016.

Nos primeiros quatro meses do ano também foram observadas melhorias nas condições de acesso das empresas residentes no Brasil a recursos ofertados pelo mercado internacional, em comparação ao mesmo período de 2016. A taxa de rolagem total, considerando operações de longo prazo para títulos e empréstimos diretos no mercado internacional,

14/ Ver boxe “Projeção do balanço de pagamentos”

atingiu 86% no primeiro quadrimestre de 2017 (45% no período de janeiro a abril de 2016), refletindo, em parte, a redução dos custos de captação. Simultaneamente, houve ingressos de empréstimos intercompanhias mais elevados, em grande parte decorrentes da internalização de receitas de emissões realizadas por subsidiárias no exterior e entregas às matrizes no Brasil.

O estoque de dívida externa recuou desde o terceiro trimestre de 2016, contribuindo para elevar o grau de cobertura do estoque de reservas internacionais sobre os vencimentos de dívida externa em horizonte de doze meses, relação que atingiu 383% em abril de 2017 (302% em setembro de 2016). O estoque de reservas internacionais em abril correspondeu a 20,0% do PIB, equivalendo a 31 meses de importações de bens.

1.3 Inflação e expectativas do mercado

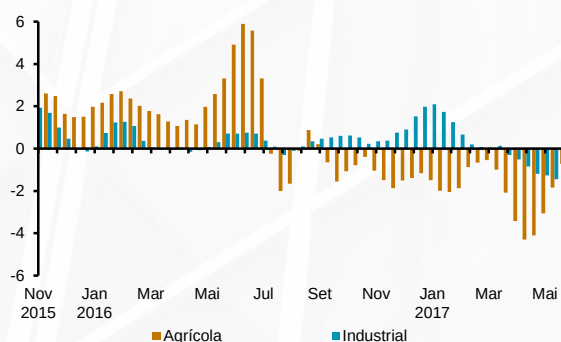
A inflação ao consumidor voltou a situar-se em patamar inferior ao esperado no trimestre até maio, repercutindo a evolução favorável dos preços de alimentos, bens industriais e monitorados. Destaque-se, ainda, a consolidação da desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

Nesse contexto, as projeções apuradas pela pesquisa Focus para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) recuaram para o patamar de 3,9% para 2017 e 4,4% para 2018 e mantiveram-se em 4,25% para horizontes mais distantes. Ressalte-se que a evolução benigna da inflação ao consumidor nos últimos meses pode seguir contribuindo para reduzir os efeitos de mecanismos inerciais sobre a formação de preços, atenuando os potenciais impactos da recente depreciação cambial e da eventual ocorrência do fenômeno climático *El Niño* a partir do segundo semestre de 2017.

Índices de preços

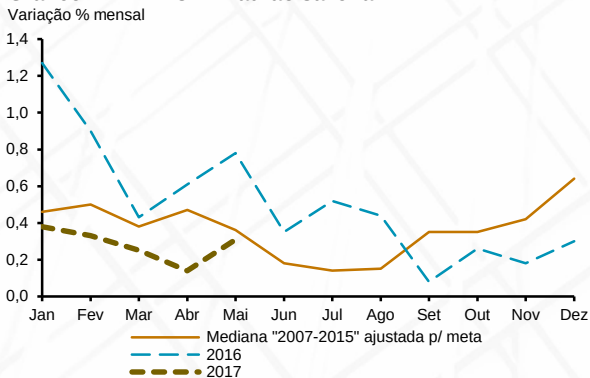
O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), após crescer 1,32% no trimestre até fevereiro, variou

Gráfico 1.23 – Evolução do IPA (10, M e DI)
Variação % mensal



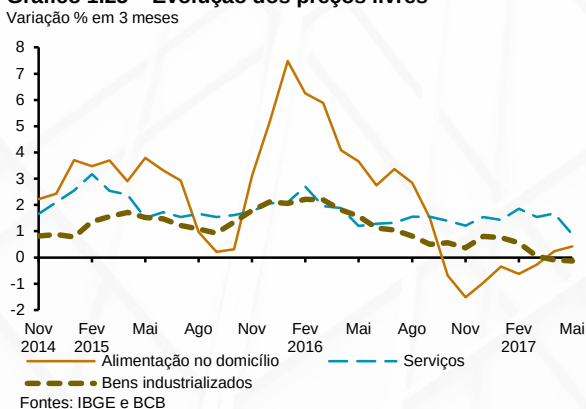
Fonte: FGV

Gráfico 1.24 – IPCA - Padrão sazonal



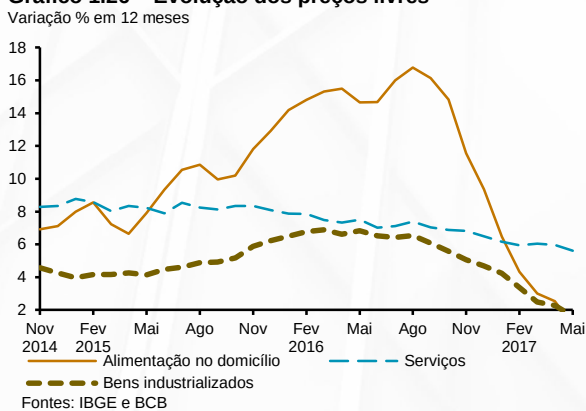
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.25 – Evolução dos preços livres



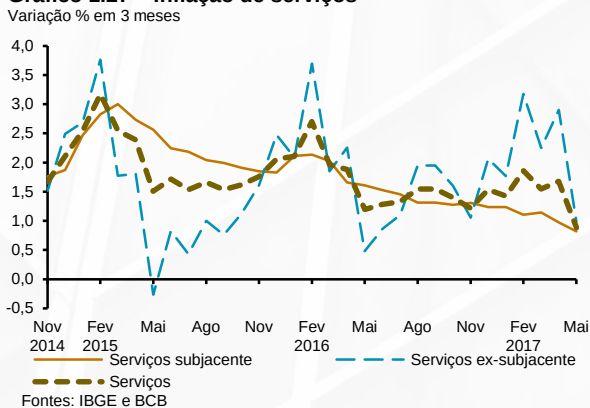
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.26 – Evolução dos preços livres



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.27 – Inflação de serviços



Fontes: IBGE e BCB

-3,79% no trimestre encerrado em maio, repercutindo principalmente a evolução da variação dos preços industriais (de 3,34% para -2,71%), com ênfase nas reduções dos preços de derivados do petróleo e minério de ferro. Os preços dos produtos agropecuários seguiram em declínio, com destaque para as retrações nos itens mandioca, cana-de-açúcar, laranja, milho e suínos. A evolução benigna dos preços ao produtor nos últimos meses, especialmente nos preços de alimentos mais relevantes, tende a contribuir para a continuidade do comportamento favorável da inflação ao consumidor.

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 0,70% no trimestre encerrado em maio (1,01% no terminado em fevereiro), resultado da desaceleração dos preços livres (de 0,90% para 0,47%) e aceleração nos preços de monitorados (de 1,37% para 1,44%). A variação do IPCA no trimestre situou-se abaixo da mediana histórica (1,22%) compatível com o centro da meta¹⁵. Considerados períodos de doze meses, a variação do IPCA passou de 4,76% em fevereiro para 3,60% em maio, reflexo de desacelerações dos preços livres (de 4,78% para 3,36%) e monitorados (de 4,72% para 4,41%).

A trajetória dos preços livres no trimestre repercutiu as desacelerações observadas nos preços dos serviços (de 1,86% para 0,88%) e dos bens industriais (de 0,56% para -0,13%), movimento parcialmente compensado pela aceleração dos preços de alimentos consumidos no domicílio (de -0,63% para 0,43%).

Os preços do subgrupo alimentação no domicílio continuaram apresentando variações muito abaixo do padrão sazonal, refletindo condições favoráveis de oferta, além dos efeitos do ciclo econômico sobre a demanda. Acumulada em doze meses, a inflação de alimentos passou de 4,33%, em fevereiro, para 1,08%, em maio.

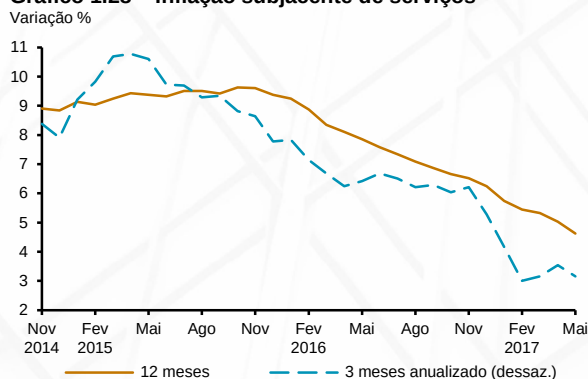
A desaceleração da inflação de serviços no trimestre encerrado em maio repercutiu, em parte, fatores sazonais, como o fim dos efeitos de reajustes anuais de educação. A inflação subjacente do setor de serviços¹⁶ desacelerou no trimestre, repercutindo reduções nos preços de alimentação fora do

15/ Padrão sazonal obtido a partir das medianas mensais para o período de 2007 a 2015, ajustadas para que o acumulado no ano se situe em 4,5%.

16/ Para mais detalhes, ver box "Inflação no setor de serviços", do Relatório de Inflação de Setembro de 2016.

domicílio, seguro de veículos, recreação e serviços pessoais. Consideradas variações em doze meses, houve desaceleração da inflação geral do setor (de 5,94% em fevereiro para 5,62% em maio) e da medida de inflação subjacente (de 5,44% para 4,62%).

Gráfico 1.28 – Inflação subjacente de serviços



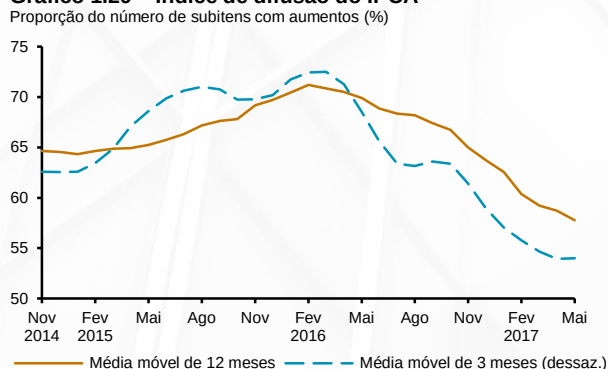
Fontes: IBGE e BCB

Note-se que a inflação subjacente do setor de serviços, avaliada em três meses e ajustada sazonalmente, acelerou em relação ao patamar reduzido do trimestre anterior, embora tenha permanecido em nível baixo.

Dentre os bens industriais, destaque para a desaceleração nos preços do etanol, em período de safra da cana-de-açúcar, e cigarro. A inflação em doze meses no segmento manteve a tendência declinante observada nos trimestres anteriores, registrando 3,36% em fevereiro e 1,62% em maio.

Apesar da queda nos preços da gasolina, o conjunto dos preços monitorados acelerou no trimestre encerrado em maio, repercutindo os reajustes nas tarifas de energia elétrica residencial, provenientes do sistema de bandeira tarifárias¹⁷. Note-se que a revisão dos encargos relativos à usina de Angra III provocou significativa oscilação das taxas mensais, sem, contudo, alterar significativamente a inflação acumulada no trimestre encerrado em maio. Medida em doze meses, a inflação dos monitorados seguiu em desaceleração, com ênfase para as reduções das variações nos itens taxa de água e esgoto¹⁸ e gasolina.

Gráfico 1.29 – Índice de difusão do IPCA

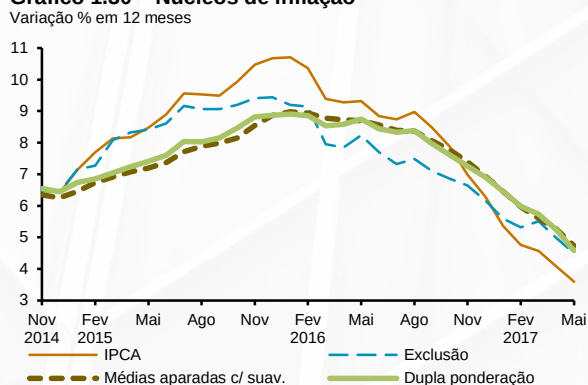


Fontes: IBGE e BCB

Índice de difusão e núcleos

O índice de difusão, que mensura a proporção dos componentes do IPCA com variação de preços positiva, registrou média de 56,0% no trimestre encerrado em maio (58,0% no finalizado em fevereiro e 66,4% em igual período do ano anterior). A evolução da média móvel de doze meses e da série livre de efeitos sazonais evidencia que o processo de desinflação segue disseminando-se entre os componentes do IPCA, desempenho consistente com a redução da persistência inflacionária.

Gráfico 1.30 – Núcleos de inflação



Fontes: IBGE e BCB

17/ Houve mudança de bandeira verde para amarela em março e de bandeira amarela para vermelha em abril.

18/ Cancelamento do Programa de Incentivo à Redução do Consumo de Água, da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp) a partir de maio de 2016.

Os núcleos de inflação registraram recuos nas variações trimestrais e em doze meses nos distintos critérios de cálculo.

O núcleo do IPCA que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis variou 1,08% no trimestre encerrado em maio (1,30% no finalizado em fevereiro de 2017). A variação do núcleo atingiu 4,50% no período de doze meses terminado em maio (5,31% no encerrado em fevereiro).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização¹⁹ variou 0,85%, ante 1,01% no trimestre encerrado em fevereiro, e o sem suavização, 0,66% e 1,06%, respectivamente, nos períodos mencionados. Em doze meses até maio, esses núcleos variaram 4,74% e 3,77%, respectivamente (5,96% e 4,79%, na ordem, até fevereiro).

O núcleo de dupla ponderação²⁰ aumentou 0,74% no trimestre até maio, ante 1,16% no encerrado em fevereiro. O indicador acumulou variação de 4,58% no período de doze meses finalizado em maio, comparativamente a 5,98% no encerrado em fevereiro.

Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus Relatório de Mercado, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2017 diminuiu de 4,10%, ao final de março, para 3,68%, em 14 de junho. A mediana das projeções para 2018 recuou de 4,50% para 4,36%, no mesmo período. A mediana das projeções para 2019 passou de 4,28% para 4,25%, enquanto a de 2020 manteve-se em 4,25%. A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – passou de 4,57% para 4,49%, no mesmo período.

As medianas das estimativas para as variações do IGP-M em 2017 e em 2018 situaram-se, na ordem, em 1,14% e 4,50%, em 14 de junho (4,36% e 4,60%, respectivamente, ao final de março) e as relativas às

Tabela 1.6 – Resumo das expectativas de mercado

	30/12/2016		31/03/2017		14/06/2017	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Em percentual						
IPCA	4,87	4,50	4,10	4,50	3,68	4,36
IGP-M	5,08	4,84	4,36	4,60	1,14	4,50
IPA-DI	5,30	5,00	4,35	5,00	-0,20	5,00
Preços administrados	5,54	4,80	5,50	4,60	5,50	4,74
Selic (fim de período)	10,25	9,75	8,75	8,50	8,50	8,50
Selic (média do período)	11,56	10,00	10,38	8,75	10,28	8,50
PIB	0,50	2,30	0,47	2,50	0,50	2,40
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,48	3,50	3,25	3,40	3,30	3,40
Câmbio (média do período)	3,40	3,48	3,18	3,35	3,24	3,38

(continua)

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

	30/12/2016		31/03/2017		14/06/2017	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Em percentual						
IPCA	4,50	4,50	4,28	4,25	4,25	4,25
IGP-M	4,60	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
IPA-DI	4,70	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Preços administrados	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25
Selic (fim de período)	9,50	9,00	8,75	8,50	8,50	8,50
Selic (média do período)	9,50	9,25	8,75	8,65	8,75	8,50
PIB	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,60	3,70	3,50	3,50	3,50	3,55
Câmbio (média do período)	3,55	3,65	3,41	3,49	3,40	3,50

19/ 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.

20/ 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.

variações do indicador em 2019 e 2020 mantiveram-se, ambas, em 4,50%.

As medianas das estimativas para as variações do IPA-DI em 2017 e em 2018 atingiram -0,20% e 5,00% (4,35% e 5,00%, respectivamente, ao final de março). As projeções para 2019 e 2020 permaneceram em 4,50%, no mesmo período.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2017 e em 2018 atingiram 5,50% e 4,74% em 14 de junho (5,50% e 4,60%, respectivamente, ao final de março). A projeção para 2019 permaneceu em 4,50% e a referente a 2020, a mediana passou de 4,50% para 4,25%, no período considerado.

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2017 e de 2018 atingiram, na ordem, R\$3,30/US\$ e R\$3,40/US\$, em 14 de junho (R\$3,25/US\$ e R\$3,40/US\$, respectivamente, ao final de março). A mediana relativa a 2019 manteve-se em R\$3,50/US\$ e a referente a 2020 passou de R\$3,50/US\$ para R\$3,55/US\$.

As medianas das projeções para a taxa de câmbio média de 2017 e de 2018 situaram-se, na ordem, em R\$3,24/US\$ e R\$3,38/US\$ (R\$3,18/US\$ e R\$3,35/US\$, respectivamente, em 31 de março), e as relacionadas à taxa de câmbio média de 2019 e de 2020 passaram de R\$3,41/US\$ e R\$3,49/US\$ para R\$3,40/US\$ e R\$3,50/US\$.

Impacto da safra agrícola sobre a atividade econômica

O produto do setor agropecuário cresceu 13,4% no primeiro trimestre de 2017, em relação ao quarto trimestre do ano anterior, de acordo com dados dessazonalizados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), impulsionando a recuperação da economia após oito trimestres seguidos de variação negativa do Produto Interno Bruto (PIB), nessa base de comparação.

Este boxe analisa os efeitos do expressivo crescimento da safra agrícola sobre a atividade econômica, tanto por meio da análise das características da compilação da atividade agropecuária nas Contas Nacionais Trimestrais (CNT), quanto pelos efeitos de seus choques nos demais setores da economia.

A agricultura é o principal componente da atividade agropecuária, responsável por 63,7% do valor adicionado do segmento, segundo dados da Tabela de Recursos e Usos (TRU) 2014, seguindo-se as participações da pecuária (26,9%) e da produção florestal, pesca e aquicultura (9,4%).

De acordo com a metodologia divulgada pelo IBGE, o índice de volume do valor adicionado dos produtos agrícolas na compilação das contas trimestrais é estimado com base nas previsões para a produção anual, constantes nas publicações mensais do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), realizadas pelo próprio Instituto. A partir da expectativa de variação anual, a produção é distribuída sazonalmente ao longo do ano, segundo os períodos de colheita, que têm como base o Censo Agropecuário 2006. A agregação dos produtos agrícolas é construída a partir de dados do valor bruto de produção, proveniente da Pesquisa Agrícola Municipal (PAM) e do valor adicionado da TRU¹.

O peso das principais culturas em cada trimestre (Tabela 1) é estimado com base na PAM 2015 e no

1/ Outros componentes do setor agropecuário, como os produtos de origem animal e da exploração florestal e da silvicultura, têm seus índices de volume estimados a partir de dados da Pesquisa Trimestral de Abate de Animais e alguns produtos da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física, na ordem, também divulgadas pelo IBGE.

Censo Agropecuário 2006. Note-se que as culturas de milho e de soja detêm, em conjunto, a maior representatividade nos dois primeiros trimestres do ano, embora no segundo trimestre ocorra recuo da relevância da soja.

Tabela 1 – Peso trimestral dos principais produtos agrícolas e variação da produção em 2017

										(%)
Trim.	Algodão	Arroz	Café	Cana de açúcar	Fumo	Mandioca	Milho	Soja	Trigo	Total
I	0,3	5,6	0,1	2,7	3,5	2,0	11,6	63,6	0,1	89,5
II	3,5	4,2	12,4	10,6	0,1	2,3	12,8	42,5	0,1	88,5
III	7,8	0,4	10,2	37,1	0,5	4,2	14,0	1,5	1,8	77,4
IV	0,1	0,9	0,3	35,9	8,1	7,3	4,3	3,6	6,2	66,6
Ano	3,0	3,4	6,2	17,1	2,3	3,2	11,7	35,4	1,2	83,6
Var (%) Produção										
2017	7,3	14,7	-8,4	-0,3	29,3	-13,0	52,3	18,5	-9,5	-

Fonte: PAM 2015, Censo Agropecuário 2006 e LSPA 2017 (IBGE)

Ressalte-se que o crescimento agrícola em 2017 reflete, principalmente, o bom desempenho das safras de fumo, soja, milho e arroz, destacando-se que as três últimas são contabilizadas, majoritariamente, no primeiro trimestre do ano. Considerando que essas culturas perderão relevância no cômputo do PIB ao longo do ano, sendo substituídas por outras com perspectiva de desempenhos inferiores (estão projetadas, por exemplo, recuos anuais respectivos de 8,4% e 0,3% para as safras de café e de cana de açúcar), é factível esperar que a maior parte da contribuição positiva direta da safra agrícola para a atividade econômica em 2017 tenha ocorrido no primeiro trimestre.

Além dos efeitos diretos sobre o valor agregado da atividade agropecuária, a expansão da safra agrícola exerce desdobramentos positivos sobre a cadeia produtiva. Dentre tais efeitos indiretos, destacam-se o impacto do escoamento e da comercialização da safra na demanda por serviços de comércio e transporte; os efeitos positivos sobre cadeias industriais associadas a bens agrícolas; e o impulso da renda agrícola sobre a demanda por outros bens e serviços.

Para estimar o conjunto desses efeitos, considerou-se um modelo² relacionando a produção do setor

2/ Estimou-se o modelo de vetores autoregressivos (VAR) em primeira diferença nas séries logarítmicas com ajuste sazonal, onde a série do PIB ex-agro foi ajustada com o mesmo processo adotado pelo IBGE nas Contas Trimestrais (Ver IBGE Metodologia pág. 44). A estimação foi controlada para o ciclo econômico com a inclusão das seguintes variáveis exógenas ao VAR: taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), *Emerging Markets Bond Index* (Embi) Brasil, taxa de câmbio dólar/real e Ibovespa. O

Gráfico 1 – Resposta do PIB ex-agro a choques na produção agropecuária

Choque de 1 ponto percentual na agropecuária. Trimestres

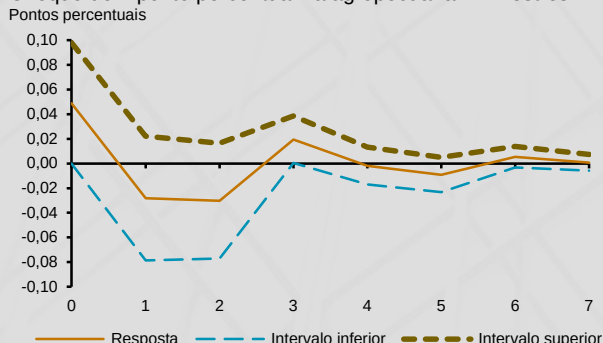
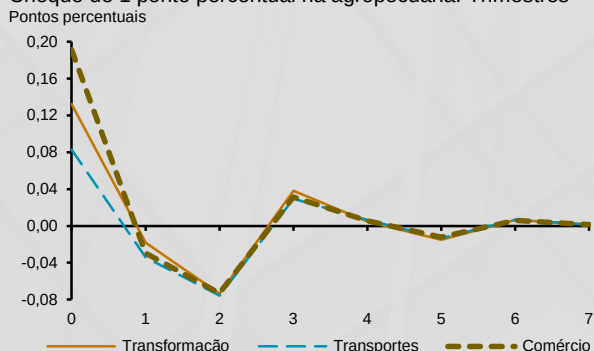


Gráfico 2 – Resposta de setores selecionados a choques na produção agropecuária

Choque de 1 ponto percentual na agropecuária. Trimestres



agropecuário com o PIB ex-agro – a soma da produção de todos os outros setores mais impostos. O Gráfico 1 apresenta a função de impulso-resposta de um choque na produção agropecuária sobre o PIB ex-agro.

Um choque de 1 ponto percentual no produto do setor primário gera, em média, um impacto estatisticamente significativo de 0,05 ponto percentual sobre a produção do restante da economia no trimestre corrente. Porém, não há evidências de que esse mesmo choque tenha repercussões nos trimestres seguintes.

Para identificar quais setores da economia são afetados pelos choques na produção agrícolas, estimou-se uma série de modelos bivariados, relacionando a produção agrícola com as demais atividades da economia. Os resultados sugerem que os setores indústria de transformação, transportes e comércio são afetados, no trimestre corrente, por choques agrícolas (Gráfico 2). Nas demais atividades não foram encontrados efeitos significativos do impacto de choques na agropecuária.

Em resumo, o choque positivo da produção agropecuária em 2017 impactou de maneira relevante a atividade econômica no primeiro trimestre deste ano. Considerando a metodologia de estimação do produto do setor agropecuário nas CNTs e o exercício econométrico apresentado nesse box, o efeito mais expressivo da safra agrícola recorde em 2017 deverá concentrar-se no primeiro trimestre do ano.

Referências

IBGE 2016 – Série Relatórios Metodológicos, Volume 28, Contas Nacionais Trimestrais – Referência 2010 (3ª edição).

número de defasagens foi escolhido através dos critérios de informação de Schwarz e Akaike. A identificação dos choques considerou que a produção agropecuária não responde contemporaneamente a choques na produção dos outros setores. Os resultados encontrados mostraram-se robustos, com ordens de grandeza semelhantes em outras especificações do modelo, tanto alterando o número de defasagens, quanto utilizando as séries em nível com ajuste sazonal ou em diferença interanual.

Estoque e ciclo econômico recente

Tabela 1 – Peso e contribuição para a variação da demanda final – todos os produtos

Em %		
Componentes da demanda final	Peso na demanda final	Contribuição
Consumo das famílias*	54,4	2,1
Consumo do governo	16,9	0,4
FBCF	16,6	1,0
Exportação	11,5	0,8
Variação de estoque	0,7	0,7

Média dos valores absolutos de 2001 a 2014. Peso calculado em valores correntes. Contribuição para variações da demanda final calculada a preços do ano anterior.

* Inclui instituições sem fins lucrativos a serviço das famílias (ISFLSF).

Fontes: IBGE, cálculo BCB.

Tabela 2 – Peso e contribuição para a variação da demanda final – produtos típicos da indústria de transformação

Em %		
Componentes da demanda final	Peso na demanda final	Contribuição
Consumo das famílias*	63,0	2,7
Consumo do governo	0,4	0,1
FBCF	15,5	1,7
Exportação	20,1	1,4
Variação de estoque	1,5	1,6

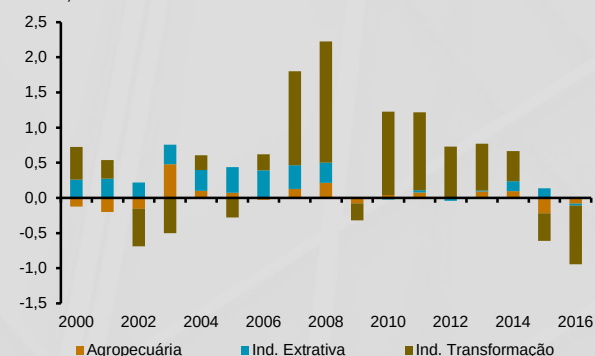
Média dos valores absolutos de 2001 a 2014. Peso calculado em valores correntes. Contribuição para variações da demanda final calculada a preços do ano anterior.

* Inclui instituições sem fins lucrativos a serviço das famílias (ISFLSF).

Fontes: IBGE, cálculo BCB.

Gráfico 1 – Variação de estoques por produto

% PIB, valores correntes



Fontes: IBGE-SCN e BCB

A variação de estoques é o componente da demanda final no Sistema de Contas Nacionais¹ que apresenta a maior flutuação ao longo do ciclo econômico, o que influencia significativamente as variações anuais do Produto Interno Bruto (PIB). Este boxe analisa a evolução de um conjunto de estatísticas sobre o estoque de mercadorias na economia brasileira nos últimos anos. As estatísticas sugerem que ao longo de 2015 e 2016 houve redução no nível efetivo dos estoques para adequá-los aos novos patamares de venda das empresas, em ambiente de expressiva retração da atividade econômica.

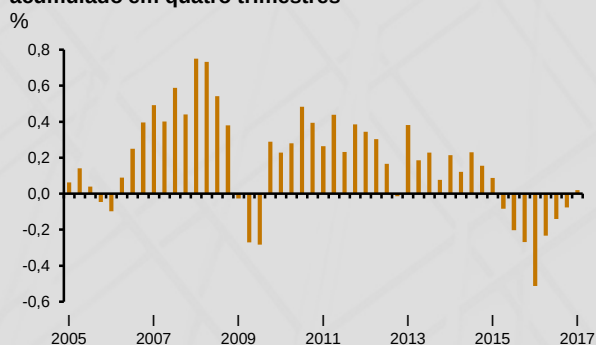
Apesar de apresentar percentuais pequenos em termos de participação na demanda final, a variação de estoques é volátil e contribui para as variações anuais do PIB (Tabela 1). Considerando dados de 2001 a 2014, a variação de estoques tem contribuições de magnitude semelhante à do consumo do governo e das exportações, componentes com pesos expressivamente maiores. O resultado é semelhante quando a análise se limitada ao estoque e à demanda final por produtos da indústria de transformação (Tabela 2).

Na recessão econômica recente, as estatísticas das contas nacionais indicam um processo historicamente expressivo de redução de estoques, em especial de bens típicos da indústria de transformação (Gráfico 1). A série trimestral² de variação de estoques sugere que este ciclo de redução teve início no II trimestre de 2015 e se estendeu até o IV trimestre de 2016 (Gráfico 2). Descontada a sazonalidade, a variação de estoques no I trimestre de 2017 foi marginalmente positiva.

Outros indicadores qualitativos e quantitativos podem ajudar a avaliar a evolução dos estoques, em parte pelo caráter ainda preliminar dos resultados

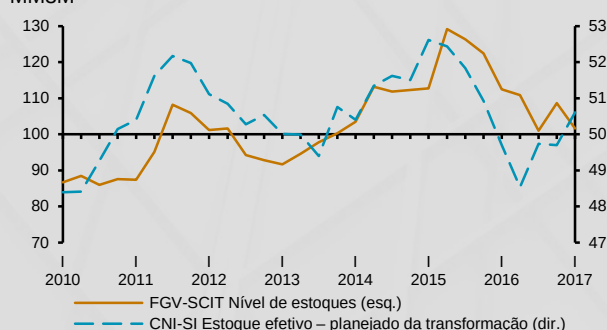
- 1/ De acordo com a metodologia, a variação de estoques representa o saldo entre a entrada e a saída de mercadorias do estoque das firmas. Não reflete, portanto, mudanças de valor do estoque em função da flutuação dos preços. Para maiores detalhes, ver metodologia do Sistema de Contas Nacionais – Referência 2010 (IBGE 2016a).
- 2/ Na série trimestral não é possível desagregar a variação de estoques entre bens típicos da agropecuária, indústria extrativa e de transformação e é possível que os produtos típicos da agropecuária tenham influência maior do que na série anual. O ajuste sazonal da série de estoques foi baseado em especificação semelhante àquela utilizada pelo IBGE para o ajuste dos demais componentes do PIB.

Gráfico 2 – Variação de estoques trimestral^{1/}/PIB acumulado em quatro trimestres



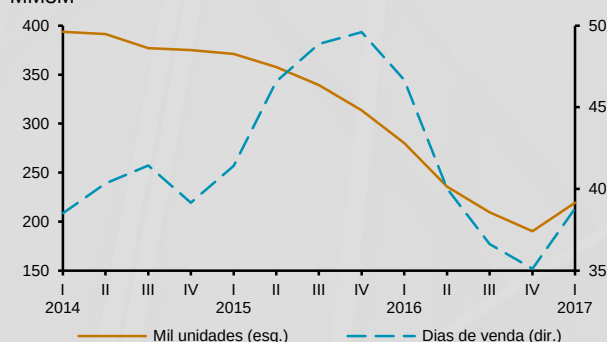
Fontes: IBGE-SCN e BCB
1/ Série com ajuste sazonal (BCB).

Gráfico 3 – Indicadores de adequação de estoques^{1/2/}



Fontes: FGV-SCIT e CNI-SI
1/ Séries com ajuste sazonal (FGV/BCB).
2/ Valores maiores indicam estoques mais elevados.

Gráfico 4 – Estoque de veículos^{1/}



Fonte: Anfavea
1/ Séries com ajuste sazonal (BCB).

das Contas Nacionais de 2015 e 2016. Adicionalmente, é importante ressaltar que, conforme assinalado pelo box “Estoques e Ciclo Econômico” do Relatório de Inflação de março de 2009, há poucas fontes de informação quantitativas e abrangentes sobre o nível e a evolução dos estoques no Brasil.

As sondagens industriais da Confederação Nacional da Indústria (CNI) e da Fundação Getúlio Vargas (FGV) produzem indicadores mensais sobre estoques, com natureza qualitativa. Apesar de diferenças nas suas trajetórias, os indicadores mostram, de forma geral, um aumento dos estoques em relação ao seu nível planejado/desejado ao longo de 2014 e início de 2015, e um posterior ajuste ao longo de 2015 e 2016³ (Gráfico 3).

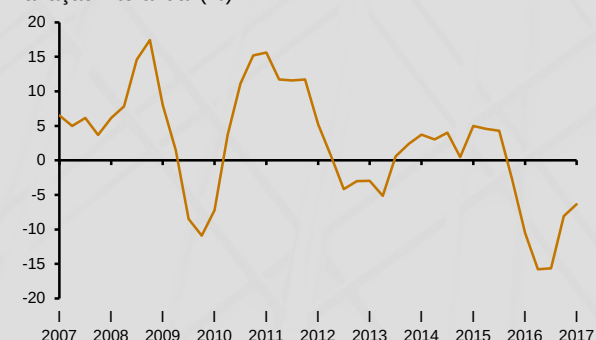
Adicionalmente, estatísticas setoriais da Anfavea mostram quadro semelhante, com aumento do estoque de veículos em dias de venda ao longo de 2015 e posterior ajuste ao longo de 2016 (Gráfico 4). Destaque-se que em 2015 a alta dos estoques em dias de venda é acompanhada de uma tendência de queda na quantidade efetiva de veículos estocados, consistente com a contração ocorrida nas estatísticas de vendas de veículos.

Dados do balanço patrimonial de empresas industriais de capital aberto também sugerem um ciclo de redução de estoque ao longo de 2015 e 2016⁴ (Gráfico 5). Por outro lado, quando comparados com a receita operacional das empresas, o nível de estoques ainda parece relativamente alto, apesar de algum ajuste desde 2015⁵ (Gráfico 6).

Em conjunto, os indicadores analisados acima sugerem que o estoque efetivo de produtos industriais caiu tanto em 2015 quanto em 2016. Ao longo deste período, a queda parece ter sido suficiente para ajustar os estoques aos níveis desejados/planejado pelas firmas, embora dados de

- 3/ Estes movimentos não representam necessariamente alterações no estoque efetivo das firmas no período, uma vez que também respondem a mudanças do nível planejado ou desejado de estoque.
- 4/ Foram utilizados dados de aproximadamente 100 empresas industriais de capital aberto em cada trimestre. Para cada empresa foi calculada a variação nominal dos estoques entre o trimestre atual e o mesmo trimestre do ano anterior. O indicador reproduzido no gráfico 4 representa a mediana destas variações, da qual foi descontada a variação interanual do Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) da indústria de transformação, de forma a corrigir o efeito de valorização dos estoques.
- 5/ A razão entre estoque e receita operacional no trimestre apresenta um padrão sazonal no nível das empresas. A razão trimestral de cada empresa foi dessazonalizada e, em seguida, foi calculada a diferença entre a razão de cada trimestre e sua média em 2013. O indicador é construído como a mediana destas diferenças, e busca medir, em termos agregados, a adequação entre estoques e o nível de vendas das empresas industriais.

Gráfico 5 – Estoque de empresas industriais^{1/}
Variação interanual (%)



Fontes: Economática e BCB

1/ Empresas com capital aberto da indústria de transformação.

Gráfico 6 – Razão estoque/receita de empresas industriais^{1/2/}
Diferença em relação ao nível médio de 2013



Fontes: Economática e BCB

1/ Empresas com capital aberto da indústria de transformação.

2/ Série construída a partir de séries com ajuste sazonal.

empresas abertas indiquem níveis ainda altos da razão estoque/receita.

Prospectivamente, uma contribuição positiva mais efetiva dos estoques para a demanda final parece condicionada a uma recuperação dos demais componentes da demanda^{6/}, em especial do consumo das famílias e da FBCF. Como o cenário central deste Relatório pressupõe recuperação gradual dos dois componentes, a contribuição de estoques para a demanda final em 2017 deve ser positiva.

Referências

IBGE 2016a – Série Relatórios Metodológicos, Volume 24, Sistema de Contas Nacionais Brasil – Ano de Referência 2010 (3ª edição).

IBGE 2016b – Série Relatórios Metodológicos, Volume 28, Contas Nacionais Trimestrais – Referência 2010 (3ª edição).

6/ De fato, na série anual das Contas Nacionais, a variação de estoques tem correlação positiva com a atividade econômica, medida tanto do ponto de vista da oferta (PIB), quanto do ponto de vista dos componentes da demanda final.

Revisão da projeção do PIB para 2017

Este boxe atualiza as projeções centrais do Banco Central para o Produto Interno Bruto (PIB) em 2017. As projeções foram revisadas tendo em vista os últimos dados divulgados para o primeiro trimestre, os indicadores coincidentes já conhecidos para o segundo trimestre do ano e o conjunto de informações disponíveis até a data de corte deste Relatório.

Projeção para o PIB de 2017

A projeção para o PIB em 2017 permaneceu a mesma da apresentada na edição anterior do Relatório de Inflação – crescimento de 0,5% –, com mudanças nos componentes do indicador. Essa manutenção do percentual refletiu, por um lado, resultados favoráveis de indicadores de atividade relativos aos primeiros cinco meses do ano que, se mantidos ao longo do ano, levariam a uma revisão de alta na projeção do PIB anual. Por outro lado, a elevação do ambiente de incertezas que, se mantidas em nível elevado por período prolongado, podem produzir efeitos negativos sobre a atividade, e recomendam manter a projeção anterior.

Em linha com o bom desempenho do setor primário no primeiro trimestre, a projeção de crescimento para a agricultura foi revisada para cima (9,6% ante 6,4% no Relatório de Inflação de março). Dentre as safras que devem contribuir para o crescimento da agropecuária, merecem destaque milho, soja e arroz, que devem registrar aumentos anuais respectivos de 52,3%, 18,5% e 14,7%, segundo o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola, do IBGE. Destaque-se que, conforme o boxe Impacto da Atividade Agrícola na Atividade, a maior parte da contribuição positiva do setor para a atividade econômica em 2017 concentra-se no primeiro trimestre do ano.

A projeção para a expansão da indústria foi revista de -0,1% para 0,3%, que, caso confirmada, corresponderá ao primeiro resultado positivo para o setor desde 2013. A revisão refletiu, principalmente, a

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

melhora no resultado esperado para as indústrias extrativa (4,0%, ante 0,5% em março) e da construção civil (-2,1%, ante -2,7% em março). A indústria de transformação e a distribuição de eletricidade, gás e água também devem contribuir positivamente, com crescimentos de 0,6% e 2,3%, na ordem.

Estima-se recuo de 0,1% para o setor terciário em 2017, ante variação de 0,1% no relatório anterior. Nesse cenário, o produto de setores mais ligados à indústria, como transportes, serviços de informação e outros serviços, deve registrar expansão, contrastando com os recuos projetados para os segmentos comércio e intermediação financeira, seguros, previdência e serviços relativos.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, a projeção para o consumo das famílias foi revisada de crescimento de 0,5% para estabilidade. A piora está associada, principalmente, ao dinamismo do mercado de trabalho e à evolução do crédito ao longo do primeiro semestre deste ano. O consumo do governo deve recuar 0,6%, ante projeção de aumento de 0,2% em março, refletindo o ajuste fiscal em curso. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) deverá apresentar retração de 0,6%, ante recuo de 0,3% no relatório anterior, refletindo, em especial, as perspectivas de menor absorção de bens de capital.

As exportações e as importações de bens e serviços devem variar 3,3% e 3,8% em 2017, ante estimativas anteriores de 2,4% e 3,5%, respectivamente. A evolução das exportações reflete o desempenho positivo da safra agrícola. Nesse cenário, a contribuição do setor externo para a evolução do PIB em 2017 deverá ser nula e da demanda interna está projetada em 0,5 p.p., tendo como fonte a variação anual de estoques^{1/}.

1/ Ver, a esse respeito, o box “Estoques e ciclo econômico recente”, nesta edição do Relatório de Inflação.

O que é Investimento Direto? Como se comporta no Brasil?

A manutenção do Investimento Direto (ID) no Brasil em patamares relativamente elevados nos últimos anos suscitou dúvidas sobre o conceito de ID no Balanço de Pagamentos (BP). Este boxe mostra que a definição de ID no Brasil segue os padrões metodológicos internacionais em vigor, e seu comportamento obedece a intuição de ID como o componente mais estável dos fluxos de capitais.

A compilação das estatísticas de ID pelo Banco Central do Brasil (BCB) segue, de forma estrita, as definições metodológicas internacionais consolidadas na sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento do FMI (BPM6) e na quarta edição do Guia de Referência para Definições Investimento Estrangeiro Direto (BMD4) da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

O ID é uma das cinco categorias funcionais da Conta Financeira do BP¹ e, como as demais, registra as transações econômicas (fluxos) entre residentes e não residentes de uma economia em determinado período de tempo. No Brasil, a divulgação do BP ocorre mensalmente, enquanto o padrão internacional prevê divulgação trimestral.

Para que uma transação econômica entre residente e não residente seja classificada como ID, é necessário que essas partes tenham uma relação de investimento direto entre si. Exemplificando com o caso dos Investimentos Diretos no País (IDP) – que constituem os passivos da conta de ID – essa relação existe quando o residente no exterior exerce controle ou grau significativo de influência sobre a gestão de empresa residente no país. Essa definição objetiva capturar relações econômicas permanentes, nas quais o investidor não residente possui interesses de longo prazo. A regra prática para mensuração de “controle ou grau significativo de influência” é a posse, por cada investidor não

1/ Juntamente com investimentos em carteira, derivativos, outros investimentos (basicamente empréstimos e depósitos) e ativos de reserva.

residente, de forma individual, de 10% ou mais do poder de voto da empresa investida.²

Também estão incluídas na relação de investimento direto transações econômicas realizadas entre empresas irmãs, definidas como empresas que não possuem ao menos 10% de poder de voto umas nas outras, mas que estão, ambas, ligadas a um investidor direto comum e, portanto, pertencem ao mesmo grupo econômico.

Tanto o BPM6 quanto o BMD4 consideram haver dois componentes de ID, ambos utilizados pelo investidor direto para financiar as atividades econômicas da empresa receptora:

1. Participação no capital: constituição ou aquisição de empresa que resultem na posse de no mínimo 10% de poder de voto; assim como investimentos (ou desinvestimentos) posteriores ao estabelecimento da relação de investimento direto; e
2. Operações intercompanhia: concessão e amortização de créditos entre empresas de mesmo grupo econômico³, via diferentes instrumentos de dívida (empréstimos, títulos, créditos comerciais).

O componente operações intercompanhia do ID integra a conta desde 2001, com a adoção no Brasil do BPM5 (1993), em linha com o BMD3.

As características econômicas de risco, custo, prazo e exigibilidade de uma concessão de crédito intra-grupo diferem substancialmente de operações de mercado⁴ e o comportamento econômico desses fluxos assemelha-se ao ID, e não a investimento em carteira ou outros investimentos.

A compilação das estatísticas de ID no Brasil é realizada a partir de microdados das transações individualizadas, com identificação das partes residente e não residente e a caracterização da relação de investimento direto. A partir dessas

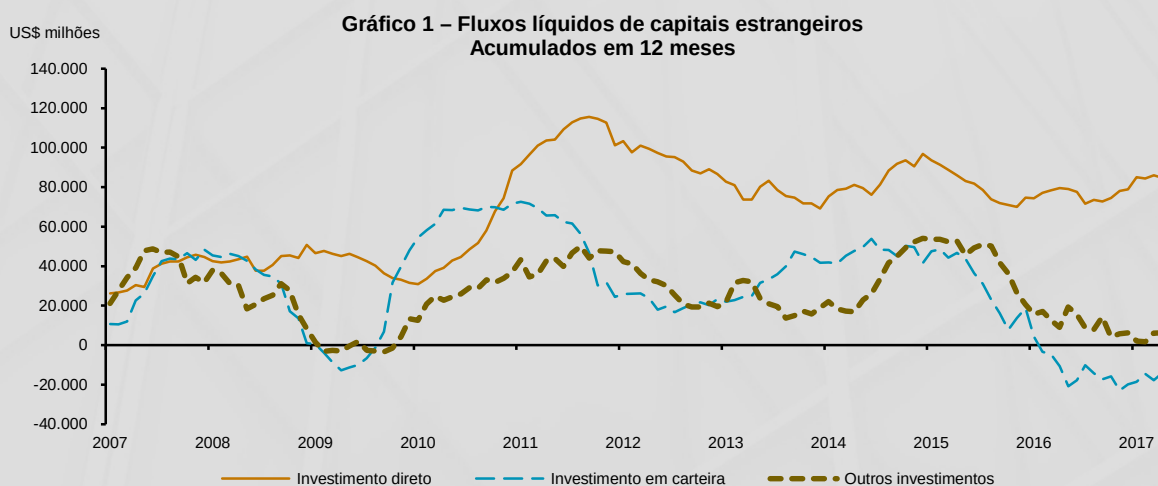
2/ Ver parágrafos 6.8 e 6.12 do BPM6, e 29, 31, 117, 124 e 125 do BMD4. Transações econômicas em que o investidor não residente detém menos de 10% do poder de voto da empresa investida são classificadas na categoria funcional investimentos em carteira da Conta Financeira do BP e, conceitualmente, refletem interesses de curto prazo do investidor, sem participação efetiva na gestão das empresas.

3/ Operações de dívida entre empresas financeiras (incluindo bancos) de um mesmo grupo econômico são alocadas em investimento em carteira ou outros investimentos, e, portanto, não integram o componente intercompanhia do ID.

4/ Parágrafo 6.26 do BPM6.

informações constata-se, em casos concretos, por diversas ocasiões, a ocorrência, em uma mesma transação, de opções diferentes entre investidores diretos para ingressar os recursos nas modalidades participação no capital ou operações intercompanhia. Também são frequentes os casos em que um mesmo investidor combina essas modalidades para financiar seus investimentos, ou ainda a conversão de um passivo originalmente na forma de empréstimo em participação no capital.

Do ponto de vista macroeconômico, o ID se apresenta como fonte de financiamento externo estável, menos sensível a flutuações de curto prazo. De fato, no caso brasileiro, observam-se ingressos líquidos em toda a série de IDP (tanto participação no capital quanto operações intercompanhia), enquanto as demais categorias são mais impactadas em momentos de maior incerteza e volatilidade, conforme Gráfico 1.



Em termos metodológicos, o BPM6 trouxe modificação particularmente relevante para o Brasil, relativamente às operações intercompanhia. O BPM6 determinou a adoção do critério de ativos e passivos, substituindo o princípio direcional até então vigente, que passou a ser apresentado como informação suplementar.

No princípio direcional (BPM5) o determinante é a localização da matriz. Assim, todas as operações intercompanhia envolvendo matriz no Brasil e filiais no exterior eram alocadas no Investimento Brasileiro Direto (IBD), independente de qual unidade econômica estava concedendo o crédito. Dessa forma, empréstimos “reversos” (filial no exterior para matriz no país) eram registrados no

IBD com sinal invertido, como transações passivas redutoras de ativo. A lógica era análoga para a conta de Investimento Estrangeiro Direto (IED).

No critério de ativos e passivos (BPM6) o determinante é a constituição de um ativo ou de um passivo externo. Assim, todas as operações intercompanhia de não residentes para residentes devem ser alocadas no IDP, independentemente da localização da matriz.

Essa mudança metodológica está sumarizada no quadro abaixo⁵.

BPM5 – Princípio direcional

IBD

Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
Matriz no Brasil a filial no exterior
(-) Filial no exterior a matriz no Brasil

IED

Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
(-) Filial no Brasil a matriz no exterior
Matriz no exterior a filial no Brasil

BPM6 – Ativos e passivos

Investimento direto no exterior – IDE (ativos)

Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
Matriz no Brasil a filial no exterior
(+) Filial no Brasil a matriz no exterior

Investimento direto no País – IDP (passivos)

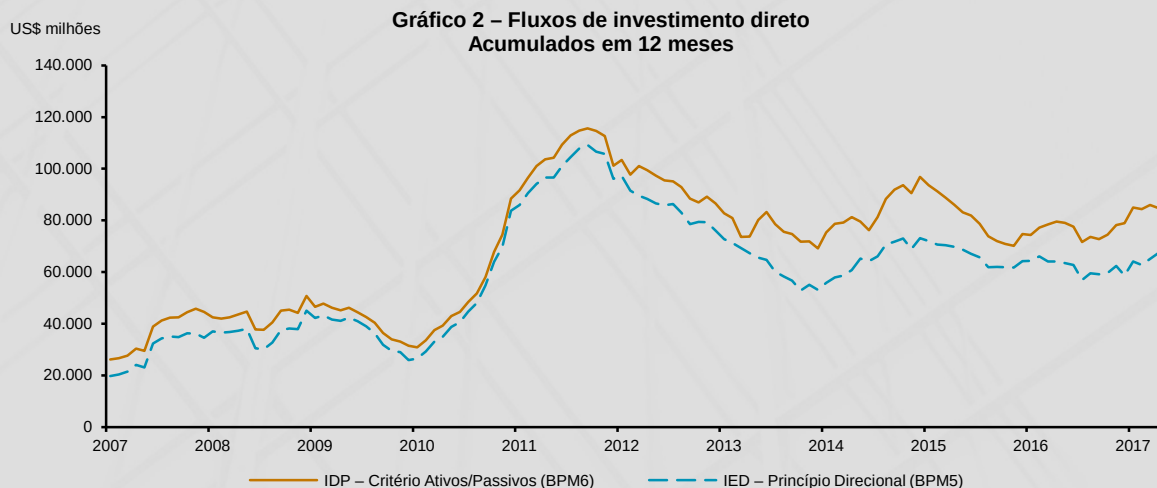
Participação no capital
Empréstimos intercompanhias
(+) Filial no exterior a matriz no Brasil
Matriz no exterior a filial no Brasil

No caso brasileiro, o principal impacto dessa modificação no padrão metodológico internacional ocorreu da rubrica “Filial no exterior a matriz no Brasil”, transação redutora de IBD no BPM5, que passou ao IDP no BPM6. A maior parte desses recursos origina-se de emissões de títulos por filiais de grupos brasileiros no exterior, internalizados no país sob a forma de empréstimos às matrizes, classificados no BP, de acordo com o padrão metodológico internacional (BPM6 e BMD4), como operações intercompanhia⁶.

O gráfico 2, abaixo, apresenta a trajetória do ID no Brasil de acordo com os dois conceitos: IED (BPM5) e IDP (BPM6).

5/ Maiores detalhes sobre os impactos do BPM6 no ID estão disponíveis em BC (2015b).

6/ Maiores detalhes dessas transações estão descritos no box “Emissões de Subsidiárias de Matrizes Brasileiras no Mercado Internacional”, publicado no Relatório de Inflação de março de 2015.



O BC publica as estatísticas de ID (quadro abaixo) com desagregação suficiente para possibilitar a transformação da metodologia de ativos e passivos (IDP) no princípio direcional (IED), conforme a orientação do quadro anterior, de forma a que os usuários possam reproduzir o gráfico 2, acima.

Tabela 1 – Detalhamento do IDP

Fluxos de investimentos diretos no país

Total

Participação no capital – Total

Participação no capital, exceto reinvestimento de lucros

Ingressos no país

Regressos ao exterior

Participação no capital – Reinvestimento de lucros no Brasil

Operações intercompanhia

Créditos recebidos do exterior

Matriz no exterior e filial no Brasil

Filial no exterior e matriz no Brasil (investimento reverso)

Empresas irmãs

Amortizações pagas ao exterior

Matriz no exterior e filial no Brasil

Filial no exterior e matriz no Brasil (investimento reverso)

Empresas irmãs

Um último aspecto sobre os fluxos de IDP, medidos conforme a metodologia internacional para a compilação das estatísticas do setor externo (BPM6 e BMD4), diz respeito às suas relações e diferenças com a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), mensurada pelas Contas Nacionais. O IDP reflete uma transação econômica entre residente e não residente, nos termos acima definidos, que pode ocorrer tanto via capitalização pelo investidor não residente de uma subsidiária no país, quanto via aquisição de empresa já existente, de propriedade de residentes. A FBCF representa ampliação de capacidade produtiva futura de uma economia por meio de investimentos correntes em ativos fixos, sem estar restringida pela residência do investidor.

A partir dessa conceituação, fusões e aquisições envolvendo investidor direto não residente estão incluídas na definição formulada pelo BPM6 e BMD4 para ID. Por representar, no momento imediato, transferência de propriedade das empresas, as fusões e aquisições não adicionam capital fixo à economia, não impactando a FBCF. Por sua vez, as operações de ID denominadas de *greenfield*, ao ampliarem capacidade produtiva, afetam ambas estatísticas, ainda que em momentos de registro distintos.

O BCB não dispõe de fonte de informações para distinguir, com precisão, essas duas modalidades de

ID. Ressalte-se que essa distinção não faz parte das informações padronizadas do BPM6, embora esteja prevista no BMD4 como dado suplementar.

Em resumo, este boxe mostrou que o BCB segue estritamente os padrões internacionais de compilação e disseminação das estatísticas de ID (BPM6 e BMD4), que preveem o critério de ativos e passivos e a rubrica de ID composta por dois componentes: participação no capital e operações intercompanhia. O BCB divulga as estatísticas de ID de forma suficientemente desagregada para também possibilitar a construção de indicador de IED, de acordo com o padrão metodológico anterior (BPM5 e BMD3). O ID segue comportamento de fluxo de capital mais estável no BP, como esperado.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2015a). Emissões de Subsidiárias de Matriz Brasileira no Mercado Internacional. Relatório de Inflação, Março, pg. 64-67.

<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2015/03/ri201503b5p.pdf>

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2015b). Investimentos Diretos e Renda Primária (Lucros). Estatísticas do Setor Externo – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6), Nota Metodológica nº 3. Outubro.

<http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/nm3bpm6p.pdf>

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009). Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6).

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2008). Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Fourth Edition (BMD4).

<https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf>

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2017

Este boxe apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2017, considerando a evolução do cenário econômico doméstico, as perspectivas para a economia internacional e os dados mais recentes relativos ao estoque e ao serviço do endividamento externo do país.

A elevação dos preços das exportações brasileiras de *commodities* no quadrimestre encerrado em abril, em cenário de retomada gradual da atividade, e expectativas de mercado de uma depreciação cambial um pouco maior em 2017, relativamente ao esperado no Relatório de Inflação de março, condicionaram a revisão, de US\$30 bilhões para US\$24 bilhões (1,19% do PIB), para o *deficit* em transações correntes em 2017.

Projeta-se *superavit* comercial de US\$54 bilhões para o ano, com expansão de 10,1% nas exportações e de 6,9% nas importações, que deverão situar-se, na ordem, em US\$203 bilhões e US\$149 bilhões, com variação positiva de US\$3 bilhões nas exportações e manutenção do valor importado, em relação à projeção anterior. A revisão da balança comercial de bens reflete, fundamentalmente, o desempenho positivo, até maio, das receitas de vendas externas de petróleo, minério de ferro e do complexo soja.

O *deficit* da conta de serviços está estimado em US\$34,0 bilhões (US\$36,7 bilhões no relatório anterior). A projeção para as despesas líquidas de aluguel de equipamentos recuou US\$1 bilhão, para US\$18,5 bilhões, impactada pelos resultados do primeiro quadrimestre do ano. Estima-se manutenção, em US\$12,5 bilhões, das despesas líquidas com viagens internacionais relativamente à projeção anterior, e recuo de US\$5,2 bilhões, para US\$4,8 bilhões, das despesas líquidas de transportes.

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2016			2017		
	Abr	Jan- abr	Ano	Abr	Jan- abr	Ano ^{1/}
Transações correntes	0,4	-7,2	-23,5	1,2	-3,5	-24,0
Balança comercial	4,6	12,4	45,0	6,7	20,6	54,0
Exportações	15,3	55,7	184,5	17,6	68,0	203,0
Importações	10,7	43,3	139,4	10,9	47,4	149,0
Serviços	-2,5	-8,7	-30,4	-2,5	-9,9	-34,0
Viagens	-0,6	-1,7	-8,5	-0,9	-3,5	-12,5
Demais	-1,9	-7,0	-22,0	-1,6	-6,4	-21,5
Renda primária	-1,9	-11,8	-41,1	-3,2	-14,8	-46,8
Juros	-1,4	-7,2	-21,9	-2,3	-8,8	-22,5
Lucros e dividendos	-0,6	-4,8	-19,4	-0,9	-6,1	-24,5
Salários	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,2
Renda secundária	0,2	1,0	3,0	0,2	0,7	2,8
Conta capital	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,4
Conta financeira	-0,0	-4,8	-16,5	1,7	-1,2	-23,6
Investim. ativos ^{2/}	5,5	17,9	40,7	8,5	24,5	56,7
Inv. direto no ext.	1,2	2,7	7,8	0,1	0,8	5,0
Ativos de bancos	3,1	1,5	-1,7	4,9	4,8	8,7
Demais ativos	1,2	13,7	34,5	3,5	18,9	43,0
Investim. passivos	8,6	21,8	65,4	11,1	33,3	91,0
IDP	6,8	23,8	78,9	5,6	29,5	75,0
Ações totais ^{3/}	1,6	4,5	10,6	-0,4	-1,0	-
Títulos no país	-0,1	-7,2	-26,7	4,4	3,2	-
Emprést. e tít. LP	-1,2	-14,5	-20,7	-1,1	-5,0	-5,6
Títulos públicos	-0,1	0,5	1,8	-0,1	-1,1	-1,5
Títulos privados	-0,8	-2,9	-5,5	0,4	-0,1	-0,8
Empréstimos dir.	-0,4	-12,4	-13,6	-1,0	-2,5	-3,0
Demais ^{4/}	0,0	0,3	-3,4	-0,4	-1,3	-0,2
Emprést. e tít. CP	-1,5	8,6	3,8	0,1	-0,3	-
Demais passivos ^{5/}	3,0	6,6	19,4	2,5	6,9	21,6
Derivativos	-0,3	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-
Ativos de reserva	3,4	-0,6	9,2	4,4	7,8	10,7
Erros e omissões	-0,5	2,3	6,8	0,6	2,2	-
Memo:						
Transações corr./PIB (%)		-1,2	-1,3		-0,5	-1,2
IDP / PIB (%)		4,0	4,4		4,5	3,7

1/ Projeção.

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

3/ Inclui fundos de investimento e ações negociadas no Brasil e no exterior.

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

5/ Inclui crédito comercial passivo e outros passivos.

Os pagamentos líquidos de juros foram projetados em US\$22,5 bilhões, aumento de US\$1,1 bilhão comparativamente à projeção anterior, e ligeiramente superiores ao observado 2016 (US\$21,9 bilhões), quando as taxas internacionais encontravam-se em patamar inferior ao atual. Consideradas as expectativas para atividade e para a taxa de câmbio, a projeção para as remessas líquidas de lucros foi reduzida de US\$26,5 bilhões para US\$24,5 bilhões, patamar historicamente baixo. A estimativa para os ingressos líquidos de rendas secundárias recuou para US\$2,8 bilhões, influenciada pela aceleração das despesas brutas.

A projeção para os ingressos líquidos de investimentos diretos no país (IDP) foi mantida em US\$75 bilhões (3,71% do PIB), mais do que suficientes para o financiamento integral do *deficit* previsto para transações correntes. As aplicações líquidas em investimentos diretos no exterior (IDE) foram reduzidas, de US\$14 bilhões para US\$5 bilhões, intensificado o cenário de vendas de ativos no exterior por parcela dos grupos econômicos brasileiros com atuação relevante em mercados externos.

No âmbito dos investimentos em carteira passivos, os resultados do primeiro quadrimestre apontam saídas líquidas em ações e fundos de investimento, e ingressos líquidos em títulos no país, quadro diferente do ocorrido em 2016. Nesse contexto, projetam-se fluxos neutros para ações e fundos de investimento (ingressos de US\$10 bilhões na projeção anterior) e para papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico (saídas líquidas de US\$7 bilhões na projeção anterior), prevendo-se equilíbrio para os fluxos de negociação de ativos no mercado doméstico, por investidores não residentes. As taxas de rolagem, calculadas sobre operações de longo prazo em empréstimos e títulos negociados no mercado internacional, foram elevadas de 80% para 90%, em linha com os resultados recentes, e os menores custos de captação, comparativamente a 2016.

Para 2017, já estão contratados US\$7,2 bilhões para retornar ao Banco Central, no âmbito de operações de linha com recompra, enquanto o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado é previsto em *superavit* de US\$15,9 bilhões (US\$15,5 bilhões, na projeção anterior). Nesse cenário, os bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro deverão,

portanto, elevar em US\$8,7 bilhões o saldo de seus depósitos mantidos no exterior.

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

Discriminação	US\$ bilhões					
	2016*			2017*		
	Abr	Jan-abr	Ano	Abr	Jan-abr	Ano ^{2/}
Transações correntes	0,4	-7,2	-23,5	1,2	-3,5	-24,0
Juros de títulos de renda fixa negociados no país – despesas	-0,0	-2,6	-6,0	-0,0	-2,9	-6,2
Juros de remuneração de reservas – receitas	0,2	1,0	3,0	0,3	1,1	3,5
Lucros reinvestidos – receitas	-0,0	0,1	1,3	0,1	0,5	3,0
Lucros reinvestidos – despesas	-0,6	-3,4	-9,1	-0,4	-1,7	-7,0
Transações correntes – hiato financeiro	0,8	-2,3	-12,8	1,1	-0,5	-17,3
Conta financeira	-5,3	-1,6	-16,1	-7,6	-11,2	-33,2
Ativos	2,4	16,3	41,0	3,5	19,2	45,0
Investimento direto no exterior, exceto lucros reinvestidos	1,2	2,5	6,5	-0,1	0,3	2,0
Investimento em carteira, exceto bancos	-1,1	-0,9	-0,7	0,7	2,0	-
Outros investimentos, exceto bancos	2,3	14,6	35,3	2,9	16,9	43,0
Passivos	8,0	15,8	50,3	10,7	28,7	77,8
Investimento direto no país, exceto lucros reinvestidos	6,2	20,4	69,8	5,2	27,8	68,0
Investimento em carteira, exceto reinvestimento de juros no país	0,6	-7,6	-25,8	4,4	-2,1	-8,6
Outros investimentos	1,1	3,0	6,3	1,2	3,0	18,4
Demais	0,3	-2,1	-6,9	-0,4	-1,6	-0,4
Hiato financeiro ^{3/}	6,1	-0,7	3,4	8,7	10,7	15,9
Intervenções líquidas do Banco Central ^{4/}	3,0	-2,2	5,1	3,9	5,9	7,2
Bancos – variação de ativos no exterior ^{5/}	3,1	1,5	-1,7	4,9	4,8	8,7

^{1/} Exclui transações liquidadas via reservas internacionais, à exceção de intervenções no mercado de câmbio, e transações domésticas em reais.

^{2/} Projeção.

^{3/} + = *superavit* no mercado cambial; - = *deficit* no mercado cambial.

^{4/} + = aumento de reservas internacionais; - = redução de reservas internacionais.

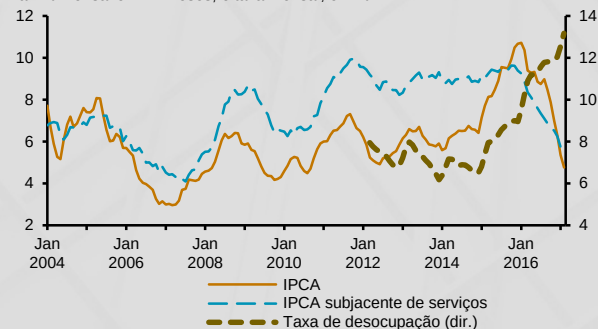
^{5/} + = aumento de ativos de bancos; - = redução de ativos de bancos.

* Dados preliminares.

O impacto das expectativas e da atividade econômica na inflação subjacente de serviços

Gráfico 1 – IPCA, inflação subjacente de serviços e desemprego

Var. % mensal em 12 meses; e taxa mensal, em %



A desaceleração econômica e seu impacto no emprego não coincidem com o movimento de queda da inflação subjacente de serviços¹. Apesar da retração da atividade econômica e do aumento do desemprego registrados desde o último trimestre de 2014, a inflação subjacente de serviços, em doze meses, se manteve em patamar superior a 9,0% até o final de 2015, somente desacelerando a partir 2016, em paralelo ao processo de desinflação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (Gráfico 1). Qual o papel das expectativas de inflação e da atividade econômica nesse processo? Este box busca responder essa pergunta relacionando a trajetória recente da inflação no setor de serviços com a evolução das expectativas e do ciclo econômico.

Para esta finalidade, curvas de Phillips foram estimadas para a inflação subjacente dos preços de serviços, para os demais preços não monitorados e para o agregado de preços livres no âmbito do IPCA (equações de 1 a 3).

$$(1) \quad \pi_t^s = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^s D_i + \beta_1^s \pi_{t-1}^s + (1 - \beta_1^s) E_t \pi_{t+1} + \gamma^s h_{t-1} + \delta^s w_{t-1} + \varepsilon_t^s$$

$$(2) \quad \pi_t^{ls} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{ls} D_i + \beta_1^{ls} \pi_{t-1}^{ls} + \beta_2^{ls} \pi_{t-1}^* + (1 - \beta_1^{ls} - \beta_2^{ls}) E_t \pi_{t+1} + \delta^{ls} w_{t-1} + \rho^{ls} z_{t-2} + \varepsilon_t^{ls}$$

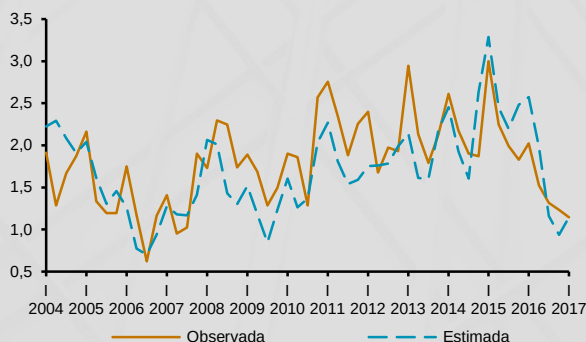
$$(3) \quad \pi_t^l = \omega_t^s \pi_t^s + \omega_t^{ls} \pi_t^{ls}$$

Nas equações, π_t^s , π_t^{ls} , π_t^l , π_t^* e $E_t \pi_t$ representam, respectivamente, a inflação subjacente de serviços, a inflação do restante dos preços livres, a inflação de livres, a inflação externa medida pela variação do Índice de *Commodities*-Brasil (IC-Br) em reais, e a

1/ A inflação subjacente de serviços exclui da inflação de serviços as variações nos preços dos grupos turismo; serviços domésticos; cursos e comunicação. Estes grupos, por fatores diversos (i.e.: excesso de volatilidade; metodologia de cálculo), dificultam a identificação da tendência inflacionária no setor de serviços. Ver mais em "Inflação no setor de serviços", do Relatório de Inflação de setembro de 2016.

Gráfico 2 – Inflação subjacente de serviços

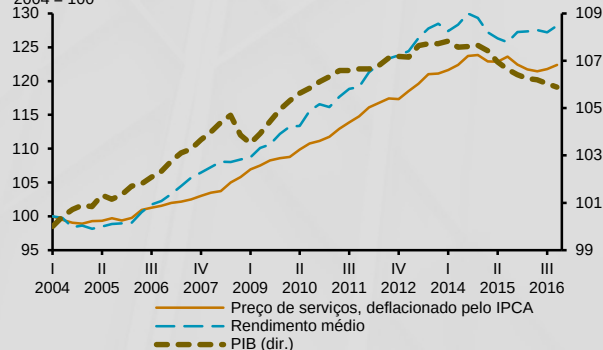
% em 3 meses



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 3 – Preço de serviços, rendimento médio e PIB

2004 = 100



Fontes: IBGE e BCB

expectativa corrente de inflação para o IPCA; D_i são *dummies* sazonais; h_t é uma medida de hiato do produto; w_t é a variação do rendimento médio real²; z_t representa a diferença entre os preços no atacado e varejo³; ω_t^s e ω_t^{ls} são os pesos da inflação subjacente de serviços e do restante dos preços livres, tais que $\omega_t^s + \omega_t^{ls} = 1$; e ε_t^s e ε_t^{ls} são os termos de erro das equações.

O Gráfico 2 evidencia que o modelo acima captura boa parte das flutuações da inflação subjacente de serviços.

Os resultados da estimação mostram que a contribuição média de flutuações do hiato e da variação no rendimento real para a inflação subjacente de serviços passou de positiva no período 2010-2014 para negativa no período 2014-2016.

De fato, de 2010 até fins de 2014, mudanças no padrão de consumo favorecidas pela evolução do emprego e pelos programas de transferência de renda estimularam a demanda por serviços, explicando o maior patamar da inflação desse grupo comparativamente à inflação dos demais preços livres. No período seguinte, a distensão no mercado de trabalho e a contração da atividade econômica explicam a menor contribuição desses fatores para a inflação de serviços (Gráfico 3).

De acordo com os resultados do modelo econométrico, a inflação subjacente de serviços somente permaneceu em trajetória ascendente até fins de 2015 devido ao aumento da contribuição das expectativas inflacionárias comparativamente a anos anteriores. De 2010 ao terceiro trimestre de 2014, por exemplo, a contribuição média das expectativas inflacionárias e do componente inercial para a inflação subjacente de serviços situou-se em 6,03 p.p. ao ano. Essa contribuição aumentou para cerca de 8,60 p.p. ao ano de fins de 2014 a 2015, mais que compensando a redução da contribuição dos fatores ligados à atividade econômica para a inflação desse subgrupo.

No entanto, de 2016 em diante, em especial a partir do segundo semestre, a queda das expectativas de

2/ Calculado com base em dados de arrecadação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), divulgados pela Caixa Econômica Federal (CEF); e no número de trabalhadores formais do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), divulgado pelo Ministério do Trabalho. A série foi deflacionada pelo IPCA.

3/ Subtraída de sua média no tempo.

inflação se somou à retração da atividade econômica e à própria desinflação do IPCA para explicar a queda acentuada na inflação subjacente de serviços.

Em resumo, este boxe avaliou como a inflação subjacente de serviços esteve relacionada à evolução do ciclo econômico e das expectativas em anos recentes. Resultados do modelo econométrico revelaram que a redução da contribuição do hiato e do rendimento para a inflação de serviços de fins de 2014 a 2015 foi mais que compensada pelo aumento da contribuição da inércia e das expectativas inflacionárias para os preços do setor. De 2016 em diante, no entanto, a queda das expectativas de inflação explicou, em paralelo às condições da atividade econômica, a desaceleração acentuada da inflação subjacente de serviços.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta uma análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2019, cobrindo, portanto, a totalidade dos anos-calendário para os quais há definição das metas para a inflação por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN) e mantendo o horizonte de projeção em um mínimo de oito trimestres à frente.

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

Os dois primeiros cenários apresentados são os mais informativos no contexto de flexibilização de política monetária: ambos utilizam trajetória da taxa de juros da pesquisa Focus, sendo que o primeiro também utiliza trajetória da taxa de câmbio da mesma pesquisa e o segundo supõe trajetória de câmbio constante.

Embora com conteúdo menos informativo no contexto atual, também são apresentados outros dois cenários, que alternativamente supõem taxa Selic constante. No primeiro, assume-se trajetória em que a taxa de câmbio permanece constante, enquanto no segundo sua trajetória é oriunda da pesquisa Focus.

Todas as projeções condicionais aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a data de corte, 14 de junho de 2017, a menos de indicação contrária.

É importante salientar que projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau

de incerteza presente na supracitada data de corte. As previsões dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas.

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

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

A inflação ao consumidor medida pelo IPCA situou-se em patamar baixo no trimestre encerrado em maio, repercutindo a evolução benigna dos preços de alimentos e combustíveis e a desinflação difundida nos seus vários componentes. Nesses três meses, o comportamento dos índices de preços foi ainda marcado pela significativa volatilidade das tarifas de energia elétrica. A variação do IPCA situou-se 0,53 p.p. abaixo do cenário básico apresentado no Relatório de Inflação de março (Tabela 2.1), sendo que os itens gasolina, etanol, leite e derivados e frutas responderam por mais da metade da surpresa.

Em março, quedas mais expressivas do que se projetava para os preços de combustíveis e vestuário contribuíram para que o IPCA registrasse variação ligeiramente abaixo daquela considerada no cenário básico (0,25% ante 0,28%). No mês seguinte, quando o IPCA registrou alta de 0,14%, variações ainda negativas nos preços de combustíveis e a devolução de encargos referentes à usina de Angra III²¹ mais que compensaram os efeitos do acionamento do patamar 1 da bandeira vermelha sobre as tarifas de energia elétrica, respondendo por parcela significativa da surpresa

Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2017			no	12 meses
	mar	abr	mai	trimestre	até maio
Cenário do Copom ^{1/}	0,28	0,53	0,42	1,23	4,15
IPCA observado	0,25	0,14	0,31	0,70	3,60
Surpresa (p.p.)	-0,03	-0,39	-0,11	-0,53	-0,55

Fonte: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de março de 2017

21/ A Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) revisou as tarifas de energia elétrica de grande parte das distribuidoras, retirando a parcela do Encargo de Energia de Reserva (EER) correspondente à usina de Angra III e devolvendo os valores arrecadados com essa finalidade desde os respectivos reajustes em 2016. Dessa forma, a devolução desses valores, que ocorreria ao longo dos doze meses posteriores às datas de reajuste de cada empresa, foi antecipada e concentrada em uma única parcela, provocando forte redução das tarifas em abril e posterior elevação em maio.

de -0,39 p.p. Em maio, apesar da reversão dos efeitos da devolução de encargos sobre as tarifas de energia elétrica, a variação do IPCA situou-se 0,11 p.p. abaixo do esperado, devido, em parte, à evolução benigna dos preços da gasolina e do retorno dos preços do subgrupo alimentação no domicílio para o campo deflacionário

Projeções de curto prazo

As projeções de curto prazo no cenário básico do Copom consideram variações respectivas de -0,10%, 0,30% e 0,27% para o IPCA nos meses de junho, julho e agosto, evolução que levaria a inflação acumulada em doze meses para 2,73% ao final do período (ante 3,60% em maio) – Tabela 2.2.

Em junho, apesar da perspectiva de aceleração das tarifas de passagem aérea, seguindo o padrão sazonal, a taxa mensal do IPCA deve situar-se próxima de -0,10%, refletindo os efeitos do acionamento da bandeira verde sobre as tarifas de energia elétrica e das reduções, anunciadas pela Petrobras nos dias 25 de maio e 14 de junho, dos preços da gasolina e do diesel na refinaria. Considerou-se adicionalmente, como hipótese para a tarifa de energia elétrica, a bandeira tarifária vigente na data de corte para este Relatório de Inflação. Todavia, a dissipação desses efeitos tende a provocar aceleração da taxa mensal do IPCA nos dois meses seguintes (0,30% em julho e 0,27% em agosto). Nesse contexto, a inflação do trimestre terminado em agosto (projetada em 0,47%) deve situar-se abaixo da taxa registrada no mesmo período do ano anterior (1,32%), favorecendo a queda da inflação acumulada em doze meses.

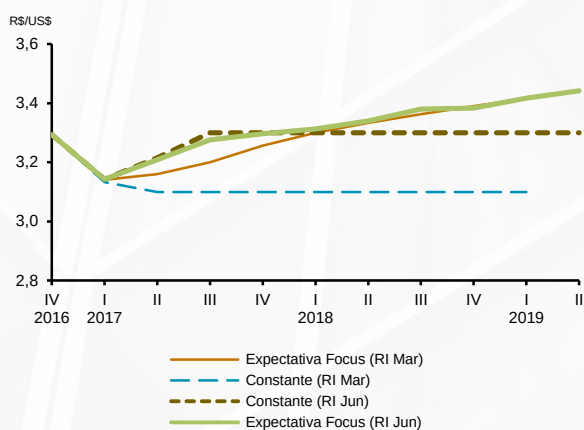
Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo

	Variação %				
	2017			no	12 meses
	jun	jul	ago	trimestre	até ago
Cenário do Copom ^{1/}	-0,10	0,30	0,27	0,47	2,73

Fonte: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte

Gráfico 2.1 – Taxa de câmbio usada nas projeções



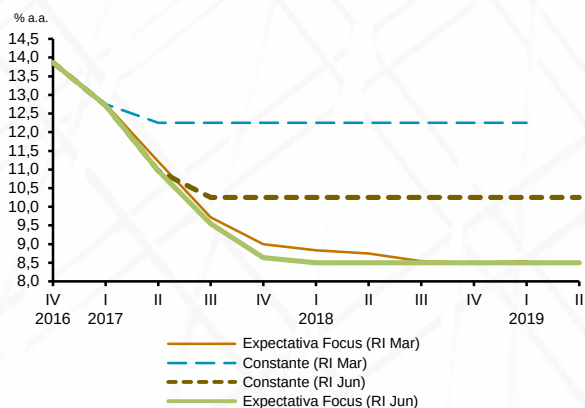
Obs.: os valores referem-se a médias trimestrais.

2.2 Projeções condicionais

As expectativas para a taxa de câmbio na pesquisa Focus, quando comparadas com os valores utilizados no Relatório de Inflação de março de 2017, elevaram-se de R\$3,28/US\$ para R\$3,30/US\$ para o final de 2017, e mantiveram-se constantes para o final de 2018, em R\$3,40/US\$ (Gráfico 2.1).

As expectativas para a taxa Selic na mesma pesquisa para o final de 2017, na comparação com o Relatório de Inflação anterior, recuaram de 9,00%

Gráfico 2.2 – Taxa Selic usada nas projeções



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

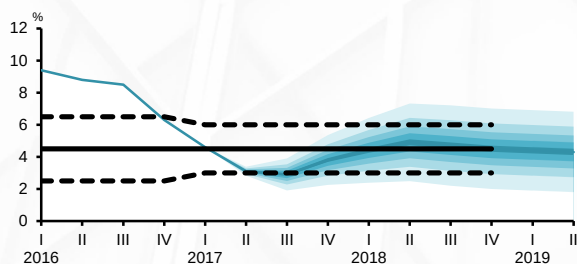
a.a. para 8,50% a.a., ao passo que para o final de 2018 mantiveram-se em 8,50% (Gráfico 2.2). Consistente com essa trajetória para a taxa Selic, o *swap* pré-DI projetado também apresenta trajetória de queda.

Em relação ao considerado no Relatório de Inflação anterior, a projeção para a variação dos preços administrados para 2017 permaneceu em 5,9% e para 2018 subiu de 5,4% para 5,5%.

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

Gráfico 2.3 – Projeção da inflação no cenário com taxas de juros e câmbio da pesquisa Focus

Leque de inflação



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

Com base na combinação dos condicionantes acima, foram construídas projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres. Essas projeções se baseiam na utilização de um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinado com o exercício de julgamento. Neste momento, as projeções condicionais do Copom envolvem maior grau de incerteza.

A projeção central associada ao cenário com taxas de juros e câmbio da pesquisa Focus indica que a inflação acumulada em quatro trimestres atinge valor mínimo no terceiro trimestre de 2017 e reverte para em torno de 3,8% no final do ano (Gráfico 2.3 e Tabela 2.3). Esse valor mínimo previsto para o terceiro trimestre de 2017 decorre, em boa medida, da sequência de choques de alimentos desde 2016, com efeito adverso no terceiro trimestre do ano passado e efeitos favoráveis desde então (ver boxe “Efeitos de choques de preços de alimentos no IPCA” do Relatório de Inflação de março de 2017). À medida que trimestres passados afetados pelos choques desinflacionários dos preços de alimentos são descartados no cálculo da inflação acumulada em quatro trimestres, as projeções sobem até o segundo trimestre de 2018, quando entram em trajetória descendente. Para o ano-calendário de 2018, a projeção situa-se ao redor de 4,5% e, nos quatro trimestres encerrados no segundo trimestre

Tabela 2.3 – Projeção da inflação no cenário com taxas de juros e câmbio da pesquisa Focus

Projeção central e intervalos de probabilidade

Período							
	50%						
	30%						
	10%						
				Central			
2017 2	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
2017 3	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,3
2017 4	3,2	3,4	3,7	3,8	3,9	4,2	4,4
2018 1	3,6	3,9	4,2	4,4	4,6	4,9	5,2
2018 2	3,9	4,3	4,7	4,9	5,1	5,5	5,9
2018 3	3,7	4,1	4,5	4,7	4,9	5,3	5,7
2018 4	3,5	3,9	4,3	4,5	4,7	5,1	5,5
2019 1	3,4	3,8	4,2	4,4	4,6	5,0	5,4
2019 2	3,3	3,7	4,1	4,3	4,5	4,9	5,3

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

Tabela 2.4 – Projeções no RI anterior e atual
Cenário com taxa de juros e câmbio da pesquisa Focus
 Inflação acumulada em quatro trimestres (%)

Período	RI de março	RI de junho
2017 II	3,9	3,1
2017 III	3,4	2,9
2017 IV	4,0	3,8
2018 I	4,4	4,4
2018 II	4,2	4,9
2018 III	4,2	4,7
2018 IV	4,5	4,5
2019 I	4,6	4,4
2019 II	-	4,3

Gráfico 2.4 – Projeção da inflação no cenário com taxas de juros da pesquisa Focus e câmbio constante

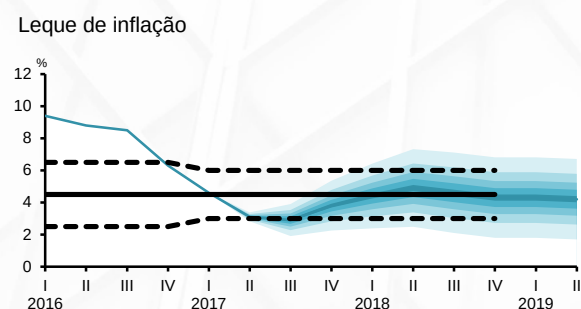


Tabela 2.5 – Projeção da inflação no cenário com taxas de juros da pesquisa Focus e câmbio constante
 Projeção central e intervalos de probabilidade

Período							
	50%						
	30%						
	10%						
				Central			
2017 2	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
2017 3	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,3
2017 4	3,2	3,4	3,7	3,8	3,9	4,2	4,4
2018 1	3,6	3,9	4,2	4,4	4,6	4,9	5,2
2018 2	3,9	4,3	4,7	4,9	5,1	5,5	5,9
2018 3	3,6	4,0	4,4	4,6	4,8	5,2	5,6
2018 4	3,3	3,7	4,1	4,3	4,5	4,9	5,3
2019 1	3,3	3,7	4,1	4,3	4,5	4,9	5,3
2019 2	3,2	3,6	4,0	4,2	4,4	4,8	5,2

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

de 2019, a inflação projetada cai para aproximadamente 4,3%.

Nesse cenário, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2017 situa-se em torno de 1% e de 20%, respectivamente. Para 2018, a probabilidade encontra-se em torno de 16% para ambos os limites.

Na comparação com o Relatório de Inflação de março de 2017 (Tabela 2.4), as projeções para 2017 recuaram 0,2 p.p. em decorrência principalmente da inflação efetiva menor do que a esperada para março, abril e maio. Para 2018, as projeções se mantiveram no mesmo valor na medida em que as mudanças nos fatores determinantes da inflação se contrabalançaram. O efeito inflacionário da trajetória mais baixa para a Selic foi compensado pela redução das expectativas de inflação aferidas pela pesquisa Focus.

Na comparação com as projeções da reunião do Copom de maio (207ª reunião), verifica-se que houve reduções de 0,2 p.p. e 0,1 p.p. para 2017 e 2018, respectivamente (ver Notas da 207ª reunião).

O cenário híbrido com câmbio constante utiliza a taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, mas é condicionado em uma taxa de câmbio constante em R\$3,30/US\$ durante todo o horizonte de previsão. A projeção de inflação para 2017, em torno de 3,8% (Gráfico 2.4 e Tabela 2.5), é semelhante à do cenário anterior (Tabela 2.6) em função da semelhança das trajetórias de câmbio para esse ano (Gráfico 2.1) e do horizonte relativamente curto. Para 2018, a projeção, em torno de 4,3%, é menor do que no cenário anterior. A diferença decorre da hipótese de que a taxa de câmbio permanece constante durante todo o horizonte de projeção, em contraste com a trajetória extraída da pesquisa Focus, que produz depreciação gradual ao longo de 2018 (Gráfico 2.4 e Tabelas 2.5 e 2.6). Para o segundo trimestre de 2019, a projeção para a inflação acumulada em quatro trimestres encontra-se em 4,2%.

Nesse cenário, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2017 situa-se em torno de 1% e 20%, respectivamente. Para

Tabela 2.6 – Projeções centrais de inflação em diferentes cenários

Período	Juros e câmbio Focus	Juros Focus e câmbio constante	Juros e câmbio constantes	Juros constantes e câmbio Focus
2017 II	3,1	3,1	3,1	3,1
2017 III	2,9	2,9	2,9	2,9
2017 IV	3,8	3,8	3,8	3,8
2018 I	4,4	4,4	4,3	4,3
2018 II	4,9	4,9	4,7	4,7
2018 III	4,7	4,6	4,2	4,3
2018 IV	4,5	4,3	3,9	4,0
2019 I	4,4	4,3	3,8	3,9
2019 II	4,3	4,2	3,7	3,8

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

Tabela 2.7 – Projeção de inflação com taxas de juros e câmbio constantes

Projeção central e intervalos de probabilidade

Período							
	50%						
	30%						
	10%						
	Central						
2017 2	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
2017 3	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,3
2017 4	3,1	3,4	3,7	3,8	3,9	4,2	4,5
2018 1	3,4	3,8	4,1	4,3	4,5	4,8	5,2
2018 2	3,7	4,1	4,5	4,7	4,9	5,3	5,7
2018 3	3,2	3,6	4,0	4,2	4,4	4,8	5,2
2018 4	2,9	3,3	3,7	3,9	4,1	4,5	4,9
2019 1	2,8	3,2	3,6	3,8	4,0	4,4	4,8
2019 2	2,7	3,1	3,5	3,7	3,9	4,3	4,7

Tabela 2.8 – Projeção da inflação no cenário com câmbio da pesquisa Focus e taxa de juros constante

Projeção central e intervalos de probabilidade

Período							
	50%						
	30%						
	10%						
	Central						
2017 2	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
2017 3	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,3
2017 4	3,2	3,4	3,7	3,8	3,9	4,2	4,4
2018 1	3,5	3,8	4,1	4,3	4,5	4,8	5,1
2018 2	3,7	4,1	4,5	4,7	4,9	5,3	5,7
2018 3	3,3	3,7	4,1	4,3	4,5	4,9	5,3
2018 4	3,0	3,4	3,8	4,0	4,2	4,6	5,0
2019 1	2,9	3,3	3,7	3,9	4,1	4,5	4,9
2019 2	2,8	3,2	3,6	3,8	4,0	4,4	4,8

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

2018, a probabilidade está em torno de 13% e 20%, respectivamente.

No contexto do processo de flexibilização da política monetária em curso, o Copom julga que projeções com taxa de juros inalterada são pouco informativas. Entretanto, no espírito de manter elevado grau de transparência, o Relatório de Inflação também reporta as projeções condicionais que supõem taxa Selic constante. Nesse caso, supõe-se a Selic em 10,25% a.a., valor fixado na reunião do Copom de maio.

No cenário com taxas de juros e câmbio constantes (por todo o horizonte de projeção), a projeção de inflação é em torno de 3,8% em 2017 e 3,9% em 2018 (Tabela 2.7). A projeção é inferior à do cenário anterior porque a trajetória para a Selic implica valores mais altos para o *swap*, resultando em taxa de juros real mais elevada e, portanto, em inflação mais baixa.

Por fim, no cenário híbrido com taxa de câmbio da pesquisa Focus e taxa Selic constante, a projeção de inflação é de aproximadamente 3,8% em 2017 e 4,0% em 2018 (Tabela 2.8). Em relação ao cenário anterior, a projeção de inflação para 2018 é maior em função da trajetória com depreciação cambial, extraída da pesquisa Focus. Por sua vez, quando comparado ao cenário que utiliza trajetórias extraídas da pesquisa Focus tanto para a Selic como para o câmbio, esse cenário implica juro real mais elevado e, assim, inflação mais baixa.

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

A trajetória recente dos principais indicadores econômicos corrobora o cenário de estabilização e perspectiva de retomada gradual da atividade econômica. Entretanto, a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade.

A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da

indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

O cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica global mais forte tem mitigado os efeitos sobre a economia brasileira de possíveis mudanças de política econômica nos países centrais.

As expectativas de inflação apuradas pela pesquisa Focus recuaram para em torno de 3,7% para 2017 e encontram-se ao redor de 4,4% para 2018 e por volta de 4,25% para 2019 e horizontes mais distantes.

O comportamento da inflação permanece favorável, com desinflação difundida inclusive nos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária. Índices de preços divulgados recentemente situaram-se abaixo das expectativas e o amplo conjunto de medidas de núcleo de inflação acompanhadas pelo Copom indica nível baixo de inflação corrente.

Em sua reunião em maio (207ª Reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros em um ponto percentual, para 10,25% a.a., sem viés. O Comitê entende que a convergência da inflação para a meta de 4,5% no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2018 e, com menor peso, de 2017, é compatível com o processo de flexibilização monetária.

Na ocasião, o Comitê comunicou como fator de risco principal o aumento da incerteza sobre a velocidade do processo de reformas e ajustes na economia. Isso se dá tanto pela maior probabilidade de cenários que dificultem esse processo, quanto pela dificuldade de avaliação dos efeitos desses cenários sobre os determinantes da inflação.

O Comitê avalia que os efeitos da incerteza sobre a trajetória prospectiva da inflação se transmitem por meio de dois canais básicos. Por um lado, a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica e, portanto, desinflacionário. Por outro lado, o impacto da incerteza sobre a formação de preços e

sobre as estimativas da taxa de juros estrutural pode ter direção oposta. Existe também a possibilidade de os efeitos se compensarem e a trajetória prospectiva da inflação não ser impactada. Não há, portanto, relação direta e mecânica entre o aumento de incerteza e a política monetária. A flexibilidade do regime de metas para a inflação permite ao Comitê adequar a política monetária aos possíveis cenários prospectivos.

O Copom entende que a extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá das projeções e expectativas de inflação, da atividade econômica, do balanço de riscos, mas também das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O Comitê entende que o aumento recente da incerteza associada à evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira dificulta a queda mais célere das estimativas da taxa de juros estrutural e as torna mais incertas. Essas estimativas continuarão a ser reavaliadas pelo Comitê ao longo do tempo.

Em função do cenário básico e do balanço de riscos avaliados em sua última reunião, o Copom entendeu que uma redução moderada do ritmo de flexibilização monetária em relação ao ritmo adotado naquela ocasião deveria se mostrar adequada em sua próxima reunião, em julho (208ª reunião).

O Copom reitera sua preferência por explicitar condicionalidades sobre a evolução da política monetária, o que melhor transmite a racionalidade econômica que guia suas decisões. Isso contribui para aumentar a transparência e melhorar a comunicação do Copom.

O ritmo de flexibilização monetária continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, de possíveis reavaliações da estimativa da extensão do ciclo e das projeções e expectativas de inflação.

Modelo agregado de pequeno porte – 2017

Este boxe apresenta recente revisão empreendida em um dos modelos semiestruturais de pequeno porte da categoria “modelo agregado”, denominado assim por modelar a inflação de preços livres sem desagregação¹.

Com o propósito de auxiliar o processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom), o Banco Central (BC) utiliza diversos modelos para projetar variáveis macroeconômicas, construir cenários e simular efeitos de políticas econômicas. Os modelos são combinados com o exercício de julgamento e a análise de um amplo conjunto de informações.

Seguindo a experiência internacional, os principais instrumentos de projeção de inflação utilizados pelo BC diferem de acordo com o horizonte considerado. As projeções de curto prazo, em horizonte que varia entre um e dois trimestres, geralmente incorporam subsídios fornecidos por especialistas, empregando uma grande variedade de informações. As projeções de médio prazo, por sua vez, utilizam como principal instrumento o conjunto de modelos semiestruturais e estruturais, os quais foram desenvolvidos procurando captar relações básicas da economia. A trajetória de projeções ao longo do horizonte considerado é então formada pela combinação das projeções de curto e de médio prazos.

Os modelos permitem gerar projeções e análises de forma consistente, avaliar os impactos de choques, mapear os fatores determinantes das principais variáveis e inserir julgamentos de forma transparente, contribuindo assim para a organização do processo de discussão de decisões de política econômica. Buscando sempre

1/ O BC tem publicado informações sobre a estrutura dos seus modelos pequenos, incluindo a descrição original de Bogdanski *et al.* (2000) e publicações posteriores, tais como Lima *et al.* (2011) e os boxes “Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central” (Relatório de Inflação de junho de 2001), “Modelos de Projeção: Atualização e Aperfeiçoamentos” (Relatório de Inflação de junho de 2011), “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2012” (Relatório de Inflação de junho de 2012), “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2013” (Relatório de Inflação de junho de 2013), “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2014” (Relatório de Inflação de junho de 2014) e “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2015” (Relatório de Inflação de junho de 2015).

aperfeiçoar suas especificações e adaptá-los às mudanças na economia, os modelos usados pelo BC estão em constante revisão, cuja frequência não se restringe à periodicidade anual.

A revisão apresentada neste boxe buscou aperfeiçoar a elaboração de cenários de política econômica ao tornar mais direta a relação entre o *swap* pré-DI e a trajetória para a taxa Selic usada como condicionamento em cada cenário. Também objetivou-se incorporar impactos de choques de oferta advindos de condições climáticas e enriquecer a especificação da equação do hiato do produto.

Especificação do modelo semiestrutural de pequeno porte revisado

A estrutura do modelo pequeno revisado está definida pelas seguintes equações: uma curva de Phillips para a inflação de preços livres; uma curva IS, que descreve a trajetória do hiato do produto; e uma curva para o prêmio do *swap* pré-DI de 360 dias. Para se chegar às projeções de inflação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), as projeções de inflação de preços livres são combinadas com projeções para a inflação de preços administrados. Essas últimas dependem de avaliações de especialistas e de modelos satélites².

A curva de Phillips para a inflação de preços livres é representada por:

$$(1) \quad \pi_t^L = \sum_{i>0} \alpha_{1i} E_t \pi_{t+i} + \sum_{j>0} \alpha_{2j} \pi_{t-j} + \sum_{k \geq 0} \alpha_{3k} \pi_{t-k}^* + \sum_{l>0} \alpha_{4l} h_{t-l} + \sum_{n \geq 0} \sum_p \alpha_{5n}^p Z_{t-n}^{\pi,p} + \varepsilon_t,$$

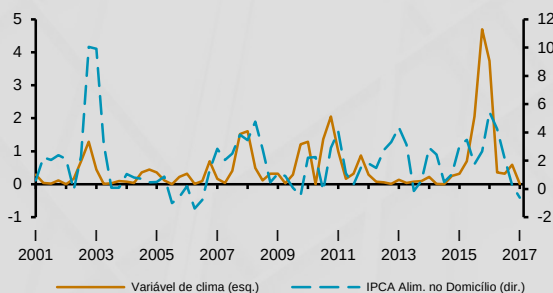
onde π_t^L é a inflação de preços livres do IPCA; $E_t \pi_{t+i}$ é a expectativa em t acerca da inflação do IPCA i trimestres à frente; π_t é a inflação do IPCA; π_t^* é uma medida de inflação externa; h_t é uma medida do hiato do produto; $Z_t^{\pi,p}$ é variável de controle p ; e ε_t é um termo de erro. Os parâmetros são estimados impondo-se a restrição

2/ Ver boxe "Preços Administrados por Contratos e Monitorados: Atualização dos Modelos de Projeção e dos Coeficientes de Repasse Cambial" (Relatório de Inflação de junho de 2012).

de verticalidade da curva de Phillips no longo prazo, $\sum_{i>0} \alpha_{1i} + \sum_{j>0} \alpha_{2j} + \sum_{k \geq 0} \alpha_{3k} = 1$

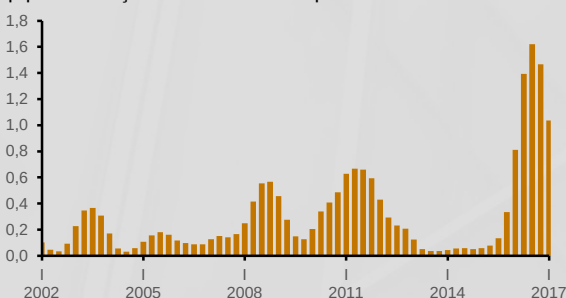
Em virtude do efeito que flutuações nos preços de *commodities* têm desempenhado sobre a dinâmica da inflação doméstica, utiliza-se um indicador de preço de *commodities* para a inflação externa, medido em dólar norte-americano e convertido em moeda nacional pela correspondente taxa de câmbio. Os modelos pequenos no BC utilizam tanto o índice do *Commodity Research Bureau* (CRB) como, mais recentemente, o Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br), calculado e publicado pelo próprio BC³. O IC-Br foi desenhado considerando a relevância do impacto de variações no preço de diferentes *commodities* sobre a inflação doméstica.

Gráfico 1 – Clima e IPCA alimentação no domicílio^{1/}



1/ A variável de clima refere-se ao *Oceanic Niño Index*, provida pelo NOAA, elevada ao quadrado. O IPCA de alimentação no domicílio é a média móvel da variação percentual em dois trimestres.

Gráfico 2 – Contribuição da variável de clima para a inflação de preços livres
p.p. da inflação acumulada em quatro trimestres



Entre as variáveis de controle, nessa revisão destaca-se a introdução de variável que captura choques de oferta advindos de fatores climáticos. De fato, anomalias climáticas têm sido apontadas como um dos possíveis fatores explicativos da flutuação dos preços de alimentos⁴. Ao se formalizar na curva de Phillips a introdução de variável relacionada ao clima, não somente se aperfeiçoa a estimação de sua especificação, mas também permite-se melhor identificar choques de oferta e construir cenários com variações climáticas. Em virtude do papel que os fenômenos *El Niño* e *La Niña* exercem, utiliza-se na curva de Phillips variável de controle que reflete as temperaturas do Oceano Pacífico⁵. O Gráfico 1 ilustra que períodos com temperaturas mais distantes da média histórica são associados com elevação da inflação de preços de alimentação no domicílio.

O Gráfico 2 mostra a contribuição estimada da variável de clima para o comportamento da inflação de preços livres. Essa contribuição teve um máximo no período de 2015–2016, refletindo o intenso episódio de *El Niño* do período

3/ O IC-Br foi inicialmente apresentado no box “Repasse dos Preços das *Commodities* para o IPCA e Índice de *Commodities* Brasil” (Relatório de Inflação de dezembro de 2010) e a revisão de sua metodologia foi publicada no box “Revisão Metodológica do Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br)” (Relatório de Inflação de dezembro de 2011).

4/ Ver boxes “Efeitos de Choques de Preços de Alimentos no IPCA” (Relatório de Inflação de março de 2017) e “El Niño, chuvas e principais impactos inflacionários” (Relatório de Inflação de dezembro de 2015).

5/ Uma série utilizada é o *Oceanic Niño Index* (ONI), provida pelo *Climate Prediction Center*, vinculado ao *National Oceanic and Atmospheric Administration* (NOAA) – EUA.

A curva IS descreve a dinâmica do hiato do produto como função de suas defasagens, da taxa real de juros *ex-ante*, de variáveis fiscais e externas e de variáveis de controle, a saber:

$$(2) \quad h_t = \beta_0 + \sum_{i>0} \beta_{1i} h_{t-i} + \sum_{j>0} \beta_{2j} r_{t-j} + \sum_{k>0} \beta_{3k} \Delta sup_{t-k} + \sum_{l \geq 0} \beta_{4l} (h_{t-l}^* + \Delta \bar{y}_{t-l}^* - \Delta \bar{y}_{t-l}) + \sum_{n \geq 0} \sum_p \beta_{5n}^p Z_{t-n}^{h,p} + u_t,$$

onde r_t é a taxa de juros real obtida pela taxa de juros nominal *swap* pré-DI de 360 dias deflacionada pela expectativa de inflação relativa ao período de vigência do contrato; Δsup_t é a variação do *superavit* primário estrutural, h_t^* é o hiato do produto mundial relevante para a economia brasileira; $\Delta \bar{y}_t^*$ é o crescimento do produto potencial mundial; $\Delta \bar{y}_t$ é o crescimento do produto potencial doméstico; $Z_t^{h,p}$ é variável de controle p ; e u_t é um termo de erro.

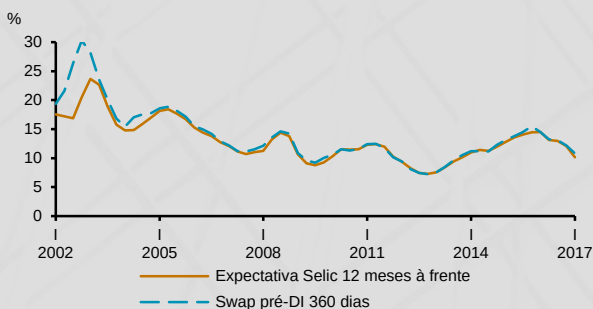
Nessa especificação, as variáveis da economia externa são modeladas como o nível do hiato do produto mundial e a diferença entre os crescimentos do produto potencial mundial e do produto potencial doméstico. Como em especificação anterior, o Produto Interno Bruto (PIB) mundial relevante para a economia brasileira é construído a partir do PIB dos principais países da pauta de exportações brasileiras⁶.

As variáveis que podem ser usadas como controle na curva IS incluem, entre outras, variáveis indicadoras de condições financeiras, de grau de confiança dos agentes, de grau de incerteza e de condições de crédito.

Em relação a especificações anteriores, a principal alteração ocorreu na estratégia de modelagem do *swap* pré-DI 360 dias. Anteriormente, a equação tratava do *spread* entre a taxa *swap* e a taxa Selic corrente, o qual era determinado por um conjunto de variáveis. Na nova especificação, parte-se dos elementos que compõem a determinação da taxa *swap* em uma decomposição usual: a Selic esperada ao longo da vigência do contrato (mais precisamente, a taxa DI mais o diferencial entre a Selic e o DI) e um prêmio.

6/ Ver boxe "Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2015" (Relatório de Inflação de junho de 2015).

Gráfico 3 – Swap pré-DI 360 dias e expectativas para Selic 12 meses à frente segundo a pesquisa Focus



O Gráfico 3 mostra a estreita relação entre a taxa *swap* pré-DI 360 dias e a expectativa para a taxa Selic 12 meses à frente de acordo com a pesquisa Focus. Medido como a diferença entre essas duas variáveis, o prêmio tem se situado em patamares mais baixos desde 2005, com média entre 0,2 p.p. e 0,3 p.p. entre 2005T1 e 2017T1.

O prêmio é modelado como função de suas próprias defasagens e do prêmio de risco-país:

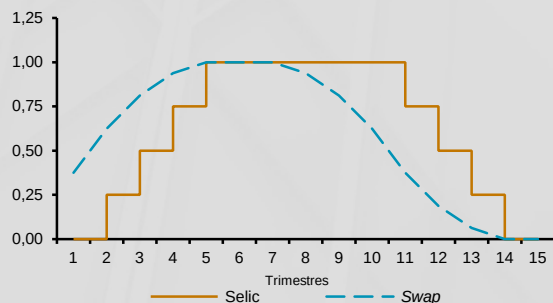
$$(3) \quad premio_t = \gamma_0 + \sum_{i>0} \gamma_{1i} premio_{t-i} + \gamma_2 rispa_t + v_t,$$

onde $premio_t$ é o diferencial entre a taxa *swap* pré-DI de 360 dias e a expectativa para a taxa Selic para o período do contrato do *swap*; $rispa_t$ é uma variável representativa do prêmio de risco do país, como, por exemplo, Embi ou CDS do Brasil; e v_t é um termo de erro⁷.

Na construção de cenários, a trajetória do *swap* depende de forma direta e clara da trajetória para a Selic usada como condicionamento e da trajetória para o prêmio. O Gráfico 4 apresenta um exercício hipotético ilustrando a construção da trajetória do *swap* no caso de um ciclo completo de juros, consistindo de aumento e posterior redução da taxa Selic. Nesse exercício, assume-se que o prêmio permanece constante e que os agentes antecipam o movimento futuro da Selic. Também se assume que os agentes antecipam o início do ciclo em um trimestre. Como resultado, o *swap* sobe mais rapidamente do que a Selic, estabilizando-se quando o horizonte do contrato indica manutenção da Selic. Em seguida, o *swap* entra em trajetória de queda antes da Selic, refletindo o movimento esperado para essa taxa.

Gráfico 4 – Resposta do swap a um ciclo hipotético de aumentos e reduções da Selic^{1/}

Taxas Selic e *swap* (% a.a.)



1/ Aumentos e reduções de 0,25 p.p. na taxa Selic.

^{7/} A estimação conjunta dessas equações incluiu também a especificação de uma regra de Taylor, que relaciona a taxa Selic aos desvios da inflação esperada de sua meta, ao hiato do produto, ao nível de equilíbrio da Selic e a termos autorregressivos da Selic.

modelos de vetores autorregressivos (VAR) – estão em constante revisão e aperfeiçoamento.

Referências

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; e WERLANG, S.R.C. (2000). "Implementing Inflation Targeting in Brazil". *BCB Working Paper Series*, n°. 1.

LIMA, E.J.A.; ARAUJO, F.; e SILVA, J.R.C. (2011). "Previsão e Modelos Macroeconômicos no Banco Central do Brasil", in *Dez Anos de Metas para a Inflação no Brasil (1999-2009)*. <http://www.bcb.gov.br/?LIVRO10ANOSMI>.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil Comitê de Política Monetária (Copom)

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Ilan Goldfajn

Presidente

Anthero de Moraes Meirelles

Diretor

Carlos Viana de Carvalho

Diretor

Isaac Sidney Menezes Ferreira

Diretor

Luiz Edson Feltrim

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Reinaldo Le Grazie

Diretor

Sidnei Corrêa Marques

Diretor

Tiago Couto Berriel

Diretor

Comitê de Política Monetária (Copom)

Membros do Copom

Departamentos cujos chefes participam das reuniões do Copom (Circular nº 3.593)

Presidente

Ilan Goldfajn

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

Ariosto Revoredo de Carvalho

Diretor

Anthero de Moraes Meirelles

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

João Barata Ribeiro Blanco Barroso

Diretor

Carlos Viana de Carvalho

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

André Minella

Diretor

Isaac Sidney Menezes Ferreira

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Flávio Túlio Vilela

Diretor

Luiz Edson Feltrim

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

João Henrique de Paula Freitas Simão

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais – Gerin

Renato Jansson Rosek

Diretor

Reinaldo Le Grazie

Diretor

Sidnei Corrêa Marques

Departamento Econômico – Depec

Tulio José Lenti Maciel

Diretor

Tiago Couto Berriel

Siglas

Abras	Associação Brasileira de Supermercados
Aneel	Agência Nacional de Energia Elétrica
APP	Programa de Compras de Ativos
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BMD4	Guia de Referência para Definições Investimento Estrangeiro Direto da OCDE
BoJ	Banco do Japão
BP	Balanço de Pagamentos
BPM5	Quinta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI
BPM6	Sexta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do FMI
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
EER	Encargo de Energia de Reserva
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais
IBD	Investimentos Brasileiros Diretos
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ID	Investimento Direto
IDE	Investimento Direto no Exterior
IDP	Investimentos Diretos no País
IE	Índice de Expectativas
IED	Investimentos Estrangeiros Diretos
IIE-Br	Indicador de Incerteza da Economia
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna

IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
ISA	Índice da Situação Atual
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
MTb	Ministério do Trabalho
NOAA	<i>National Oceanic and Atmospheric Administration</i>
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
ONI	<i>Oceanic Niño Index</i>
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
p.p.	Pontos percentuais
PAM	Produção Agrícola Municipal
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
Sabesp	Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TRU	Tabelas de Recursos e Usos
VAR	Vetor Autorregressivo



**BANCO CENTRAL
DO BRASIL**

bcb.gov.br