

Relatório de Inflação

Junho 2015

Volume 17 | Número 2



Relatório de Inflação

Junho 2015

Volume 17 | Número 2



ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação	Brasília	v. 17	nº 2	jun.	2015	p. 1-111
-----------------------	----------	-------	------	------	------	----------

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 17, 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>

Sumário

Apresentação	5
Sumário executivo	7
Nível de atividade	11
1.1 Comércio	11
1.2 Produção	13
Produção industrial	13
Serviços	14
Índice de atividade do Banco Central	15
1.3 Mercado de trabalho	15
1.4 Produto Interno Bruto	16
1.5 Investimentos	17
1.6 Conclusão	18
Preços	23
2.1 Índices gerais	23
2.2 Índices de preços ao consumidor	24
2.3 Núcleos	25
2.4 Expectativas de mercado	25
2.5 Conclusão	26
Políticas creditícia, monetária e fiscal	27
3.1 Crédito	27
Taxas de juros e inadimplência	28
3.2 Agregados monetários	30
Taxas de juros reais e expectativas de mercado	31
Mercado de capitais	31
3.3 Política fiscal	31
Necessidades de financiamento do setor público	33
Operações do Banco Central no mercado aberto	35
Dívida mobiliária federal	35
Dívida Líquida do Setor Público	36
3.4 Conclusão	36
Economia internacional	39
4.1 Atividade econômica	39
4.2 Política monetária e inflação	41
4.3 Mercados financeiros internacionais	44
4.4 <i>Commodities</i>	45
4.5 Conclusão	47

Setor externo	51
5.1 Movimento de câmbio	51
5.2 Comércio de bens	52
5.3 Serviços e renda	54
5.4 Conta financeira	55
5.5 Indicadores de sustentabilidade externa	57
5.6 Conclusão	57
Perspectivas para a inflação	61
6.1 Determinantes da inflação	62
6.2 Riscos associados e implementação da política monetária	67
6.3 Pressupostos e previsão de inflação	75
Boxes	
Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2015	19
Política Monetária no G3: condicionantes e reflexos sobre os mercados financeiros	48
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015	58
Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2015	79
Persistência Inflacionária a partir de Choques Setoriais	86
Anexo	91
Apêndice	105

Apresentação

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

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

Sumário executivo

No âmbito internacional, o Copom considera que, desde o Relatório anterior, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à publicação de novos indicadores e/ou sinalizações feitas por autoridades que apontem início do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos.

Em linhas gerais, desde o Relatório anterior, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global mais intensa no horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, note-se que as evidências apontam taxas de crescimento relativamente mais homogêneas nas economias maduras, ainda que baixas e abaixo do crescimento potencial, notadamente na Área do Euro. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de focos de volatilidade nos mercados de moedas e de renda fixa.

Ainda sobre o ambiente externo, importa destacar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos, ainda que parcialmente, aos ativos domésticos.

No âmbito doméstico, o Copom reitera que os indicadores disponíveis sobre as taxas de crescimento da absorção interna e do Produto Interno Bruto (PIB) se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica em 2015 será inferior ao potencial. Para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, o ritmo de atividade tende a se intensificar, na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, tende a favorecer o crescimento da economia brasileira.

Ainda sobre atividade doméstica, o Copom avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na

composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. Na visão do Comitê, essas mudanças antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já está sendo observado. A esse respeito, importa destacar que, após ciclo de forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo está passando por um período natural de moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem por parte das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, a exemplo de ações recentemente implementadas, o Comitê considera oportuno reforçar as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

No que diz respeito às contas públicas, o atual processo de ajuste, ratificado por medidas recentes de contingenciamento de despesas discricionárias e restabelecimento de alíquotas de certos tributos, contribuirá para a melhor dinâmica das contas públicas nos próximos meses e sinalizam comprometimento com o atingimento das metas de *superavit* primário em 2015 e nos anos seguintes.

Os resultados parciais para o balanço de pagamentos de 2015 ratificam a perspectiva de redução no *deficit* em transações correntes, em cenário de depreciação do real e desaceleração da atividade doméstica. Os ingressos líquidos de capitais seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimentos diretos no país e de investimentos em carteira.

A inflação medida pela variação, em doze meses, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 8,47% em maio, 2,10 pontos percentuais (p.p.) acima da registrada até maio de 2014. De um lado, os preços livres acumulam variação de 6,82% em doze meses (7,07% até maio de 2014); de outro, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 14,09% (4,08% até maio de 2014).

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 12 de junho de 2015 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,10/US\$, e a meta para a taxa

Selic em 13,75% ao ano (a.a.), projeta inflação de 9,0% em 2015, 4,8% em 2016 e de 4,5% no segundo trimestre de 2017.

No cenário de mercado, que incorpora dados da pesquisa realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) com um conjunto significativo de instituições, as projeções apontam inflação de 9,1% em 2015, 5,1% em 2016 e de 4,8% no segundo trimestre de 2017.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2015, de acordo com o cenário de referência, é de -1,1% (0,6 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -0,8% para o acumulado em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2016.

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

Na visão do Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, os efeitos dos dois processos de ajustes de preços relativos na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas neste Relatório, o Comitê nota, conforme antecipado, que esses ajustes fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Ao tempo em que reconhece que os ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.

O Comitê observa que as expectativas de inflação se encontram próximas ou na meta de 4,5% a.a. nos horizontes

de médio e longo prazo. No entanto, o Comitê destaca que, apesar de redução, as expectativas de inflação para o final de 2016 ainda mostram diferença relevante em relação à meta. Isso, a despeito da queda em comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação de março e da significativa elevação das expectativas de inflação para o ano corrente. Esses fatos constituem um importante sinal sobre os efeitos da estratégia atual de política monetária.

A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% em 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes. Nesse contexto, o Copom reafirma que a política monetária deve manter-se vigilante.

Nível de atividade



Tabela 1.1 – Índice de volume de vendas

Discriminação	Variação percentual			
	2015			
	Jan	Fev	Mar	Abr
No mês^{1/}				
Comércio varejista	0,3	-0,4	-1,0	-0,4
Combustíveis e lubrificantes	-0,9	-4,9	2,7	-0,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	0,3	-0,3	-2,2	1,9
Tecidos, vestuário e calçados	1,1	-1,0	-1,7	-3,8
Móveis e eletrodomésticos	1,2	-2,2	-3,5	-3,1
Artigos farmacêuticos, médicos	1,3	0,4	0,4	0,3
Livros, jornais, revistas e papelaria	-0,6	0,2	-2,4	-0,2
Equipamentos e materiais para escritório	12,5	-2,4	-0,2	-12,2
Outros artigos de uso pessoal	-0,5	1,8	0,0	-5,1
Comércio ampliado	-0,3	-1,4	-1,8	-0,3
Materiais de construção	-1,9	-0,8	-0,3	-1,2
Veículos, motos, partes e peças	-1,4	-3,7	-5,2	4,4
Trimestre/trimestre anterior^{1/}				
Comércio varejista	0,4	-1,5	-1,7	-2,0
Combustíveis e lubrificantes	-0,4	-2,9	-3,9	-4,1
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	0,3	0,0	-1,0	-1,0
Tecidos, vestuário e calçados	-0,3	-3,8	-3,8	-5,1
Móveis e eletrodomésticos	0,4	-5,8	-5,9	-7,9
Artigos farmacêuticos, médicos	0,2	-0,1	0,8	1,2
Livros, jornais, revistas e papelaria	3,0	-3,2	-4,2	-5,2
Equipamentos e materiais para escritório	7,2	4,6	6,9	-1,6
Outros artigos de uso pessoal	3,7	0,4	0,1	-1,4
Comércio ampliado	0,8	-2,8	-4,0	-4,3
Materiais de construção	0,2	-1,0	-2,1	-2,2
Veículos, motos, partes e peças	1,9	-6,5	-9,8	-9,9
No ano				
Comércio varejista	0,5	-1,3	-0,8	-1,5
Combustíveis e lubrificantes	-0,2	-5,0	-4,0	-3,6
Hiper, supermercados, prod. alimentícios	0,2	-0,8	-1,3	-1,6
Tecidos, vestuário e calçados	-0,7	-3,9	-3,0	-4,2
Móveis e eletrodomésticos	-3,4	-6,7	-6,7	-8,9
Artigos farmacêuticos, médicos	5,0	3,4	5,8	5,9
Livros, jornais, revistas e papelaria	-9,9	-8,4	-7,8	-8,0
Equipamentos e materiais para escritório	21,0	14,4	16,9	13,5
Outros artigos de uso pessoal	4,5	3,9	7,7	5,6
Comércio ampliado	-4,9	-7,5	-5,3	-6,1
Materiais de construção	-2,8	-7,8	-4,3	-4,5
Veículos, motos, partes e peças	-16,3	-19,8	-14,8	-16,0

Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

O processo de ajuste macroeconômico em curso na economia brasileira – necessário e essencial para a consolidação de fundamentos que favoreçam a convergência da inflação para a meta no final de 2016 – associado a efeitos de eventos não econômicos¹ têm impactado negativamente o dinamismo da atividade no curto prazo.

Nesse cenário, também caracterizado pela vigilância na condução da política monetária, o PIB recuou 0,2% no primeiro trimestre de 2015, considerados dados dessazonalizados. Indicadores divulgados no decorrer do segundo trimestre do ano, em contexto que reflete confiança de consumidores e empresários em níveis historicamente baixos, ratificam o menor dinamismo da economia do país. Assim, repercutindo, respectivamente, os impactos do processo de distensão do mercado de trabalho e do nível de estoques elevado, as vendas do comércio e a atividade industrial recuaram no trimestre finalizado em abril.

1.1 Comércio

As vendas do comércio ampliado recuaram 4,3% no trimestre finalizado em abril, em relação ao terminado em janeiro, quando aumentaram 0,8%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Houve reduções nas vendas em nove dos dez segmentos pesquisados, destacando-se os recuos nas vendas de veículos e motos, partes e peças (9,9%) e de móveis e eletrodomésticos (7,9%), mais sensíveis à evolução do crédito. A exceção foi o setor de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, perfumaria e cosméticos cujas vendas aumentaram 1,2% no período.

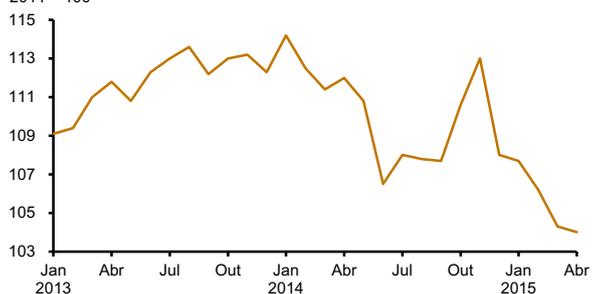
As vendas do comércio varejista² recuaram 2% no trimestre, reflexo de recuos em todas as regiões do país, com ênfase no Centro-Oeste (3,4%) e no Nordeste (2,5%).

1/ Transição para o novo mandato presidencial, operação lava-jato, perspectiva de crise hídrica presente no primeiro trimestre.

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

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

Dados dessazonalizados
2011 = 100



Fonte: IBGE

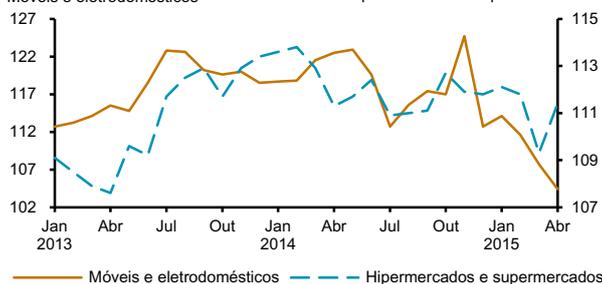
Gráfico 1.2 – Índice de volume de vendas no varejo – Segmentos selecionados

Dados dessazonalizados

2011 = 100

Móveis e eletrodomésticos

Hipermercados e supermercados

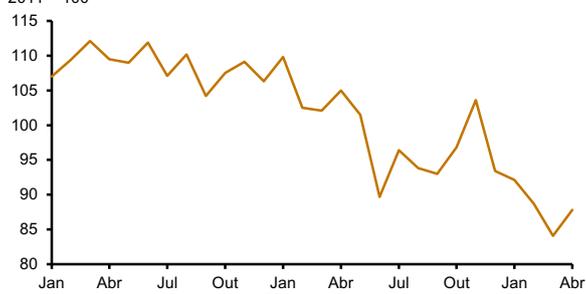


Fonte: IBGE

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

Dados dessazonalizados

2011 = 100



Fonte: IBGE

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



Fontes: ACSP e FGV

Indicadores coincidentes sinalizam a continuidade da perda de dinamismo do comércio. Nesse sentido, as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 30% na PMC, recuaram 1,1% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, quando haviam retraído 0,9%, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). As vendas de automóveis e comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), decresceram 12,0% no trimestre finalizado em maio, ante ao encerrado em fevereiro, quando haviam recuado 2,5%.

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 – cresceu 2,3% no trimestre encerrado em maio, em relação ao finalizado em fevereiro, quando havia recuado 0,3%, no mesmo tipo de comparação.

A inadimplência registrou elevação moderada em relação a 2014. Nesse sentido, o indicador calculado pela Associação Comercial de São Paulo (ACSP), para o estado de São Paulo, atingiu 7,5% no trimestre encerrado em maio (7,2% em igual período de 2014) e o Indicador Serasa Experian de Inadimplência do Consumidor³ apresentou estabilidade em relação a igual trimestre de 2014.

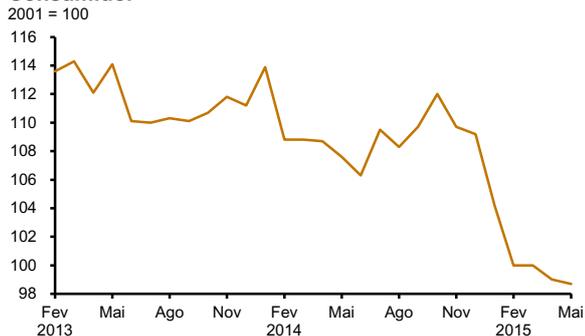
Os indicadores de confiança do consumidor seguem repercutindo, entre outros fatores, os impactos, no curto prazo, dos ajustes na condução das políticas monetária e fiscal. Nesse contexto, o índice de confiança do Consumidor (ICC), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 6,6% no trimestre finalizado em maio, em relação ao terminado em fevereiro, quando decrescera 9,5%, na mesma base de comparação, dados dessazonalizados. Ocorreram retrações de 11,4% no Índice da Situação Atual (ISA) e de 4,5% no Índice de Expectativas (IE).

O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec), divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), registrou recuo mensal de 0,3% em maio, situando-se no menor patamar desde junho de 2001. Destacaram-se as reduções nos componentes de intenção de compras de bens de maior valor e situação financeira.

O Índice Nacional de Confiança (INC), elaborado pela Ipsos Public Affairs para a ACSP, cresceu 1,9% em maio,

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

Gráfico 1.5 – Índice Nacional de Expectativa do Consumidor



Fonte: CNI

Tabela 1.2 – Produção industrial

Trimestre/trimestre anterior^{1/}

Discriminação	2015				%
	Jan	Fev	Mar	Abr	
Indústria geral	-2,5	-2,8	-2,5	-2,6	
Por seção					
Indústria extrativa	1,0	2,0	2,4	2,6	
Indústria de transformação	-3,5	-3,9	-2,9	-2,9	
Por categoria de uso					
Bens de capital	-9,4	-12,6	-7,3	-8,7	
Bens intermediários	-1,4	-0,9	-0,6	-0,7	
Bens de consumo	-3,4	-4,6	-4,5	-4,2	
Duráveis	-4,0	-7,0	-6,7	-6,6	
Semi e não duráveis	-3,4	-3,8	-2,9	-2,9	

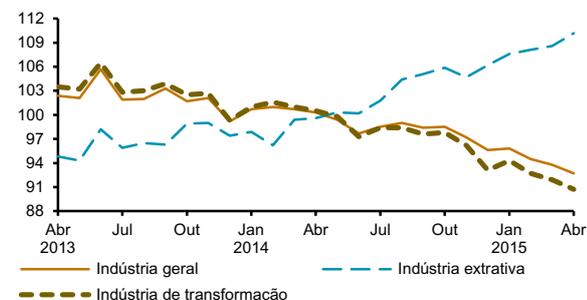
Fonte: IBGE

1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.6 – Produção industrial^{1/}

Indústria geral e seções

2012 = 100



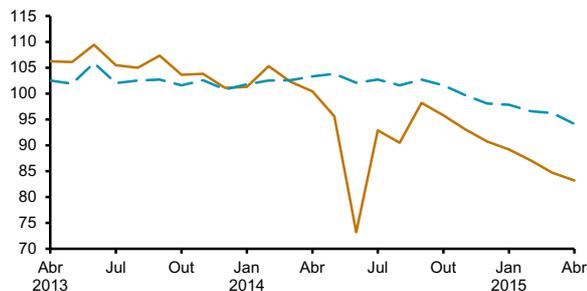
Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

Bens de consumo

2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Séries com ajuste sazonal.

em relação a abril, após queda de 11,1% quando atingiu o menor nível da série. Houve elevação nas regiões Sul (7,0%), Sudeste (2,1%) e Nordeste (0,9%), e a única retração de 2,6% ocorreu nas regiões Norte/Centro-Oeste. O indicador recuou 25,4% em relação a maio de 2014.

O Índice de Confiança do Comércio (Icom), da FGV, que avalia a confiança dos empresários do setor, recuou 11,5% no trimestre finalizado em maio, em relação ao terminado em fevereiro, dados dessazonalizados. Houve contrações de 20,1% no ISA-Com e de 5,9% no IE-Com.

1.2 Produção

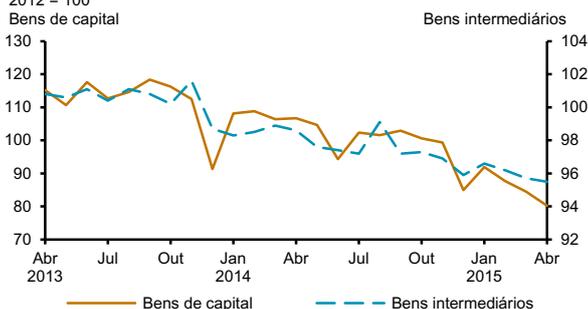
Produção industrial

A produção física da indústria recuou 2,6% no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, quando havia decrescido 2,5%, nessa mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. No acumulado de doze meses encerrados em abril, a atividade da indústria diminuiu 4,8%. Ressalte-se que essa trajetória tende a persistir nos próximos meses, haja vista o elevado nível de estoques e o patamar reduzido dos índices de confiança dos empresários do setor.

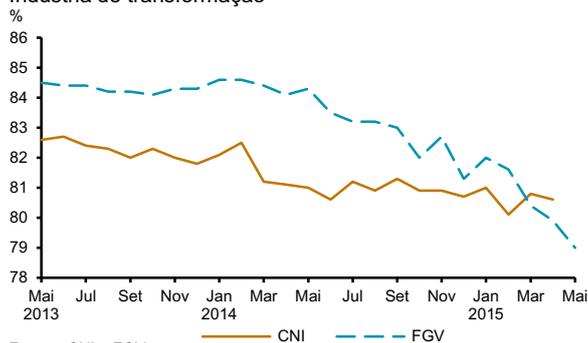
A produção da indústria de transformação recuou 2,9% no trimestre em referência. Ocorreram reduções em 19 das 23 atividades pesquisadas, com destaque para os recuos nos segmentos fumo, 13,6%; equipamentos de informática, produtos eletrônicos e óticos, 12,2%; veículos automotores, 10,7%, e para os aumentos nas produções de alimentos (3,6%) e de produtos têxteis (2,3%). A produção extrativa seguiu com dinâmica distinta da indústria de transformação, apresentando crescimento de 2,6% no período. Nos últimos doze meses encerrados em abril a atividade da indústria extrativa cresceu 7,8%, enquanto a da indústria de transformação recuou 6,3%.

O decréscimo observado na produção da indústria no trimestre finalizado em abril repercutiu reduções em todas as categorias de uso: bens de capital, 8,7%; bens de consumo duráveis, 6,6%; bens de consumo semi e não duráveis 2,9%; e bens intermediários, 0,7%.

O pessoal ocupado assalariado e a folha de pagamento real na indústria registraram reduções respectivas de 1,2% e 0,6%

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}Bens de capital e intermediários
2012 = 100Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.**Gráfico 1.9 – Utilização da capacidade instalada^{1/}**

Indústria de transformação

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

no trimestre finalizado em abril, em relação ao encerrado em janeiro, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário (Pimes) do IBGE.

O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) da indústria de transformação atingiu, em média, 79,8% no trimestre finalizado em maio, ante 81,6% no encerrado em fevereiro, considerados dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. O recuo repercutiu reduções do Nuci nas categorias de bens de consumo duráveis (5,6 p.p.), bens de capital (2,9 p.p.), bens de consumo não duráveis (1,7 p.p.) e de bens intermediários (1 p.p.).

O índice de estoques da indústria, calculado pela FGV, atingiu média de 113 pontos⁴ no trimestre encerrado em maio, ante 110 pontos no finalizado em fevereiro, dados dessazonalizados. Ocorreram aumentos em todas as categorias de uso: bens de consumo duráveis (15,6 pontos), bens de capital (3,5 pontos), bens de consumo não duráveis (2,4 pontos) e bens intermediários (1,3 ponto).

O Índice de Confiança da Indústria⁵ (ICI), em trajetória declinante desde o início de 2014, atingiu 71,6 pontos em maio, menor patamar desde outubro de 1998 (69,5 pontos), segundo dados dessazonalizados da FGV. O ICI atingiu, em média, 73,3 pontos no trimestre encerrado em maio, ante 84,4 pontos no finalizado em fevereiro, recuo decorrente de reduções nas indústrias de bens de consumo duráveis (15,7 pontos), bens intermediários (12,5 pontos), bens de consumo não duráveis (10,4 pontos) e de bens de capital (10 pontos).

O Índice Gerente de Compras⁶ (PMI) da indústria atingiu 45,9 pontos em maio, considerada a série dessazonalizada pela Markit. O indicador recuou pelo quarto mês consecutivo.

Tabela 1.3 – Receita nominal de serviços

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2015			
	Jan	Fev	Mar	Abr
Total	3,2	2,3	3,0	2,9
Serviços prestados às famílias	7,4	8,2	6,0	3,4
Serviços de informação e comunicação	-1,0	-1,1	0,5	1,2
Serviços profissionais, administrativos e complementares	7,8	6,9	6,0	6,4
Transportes, serviços auxiliares do transporte e correios	3,7	1,8	3,1	2,7
Outros serviços	3,3	1,1	1,6	0,8

Fonte: IBGE

Serviços

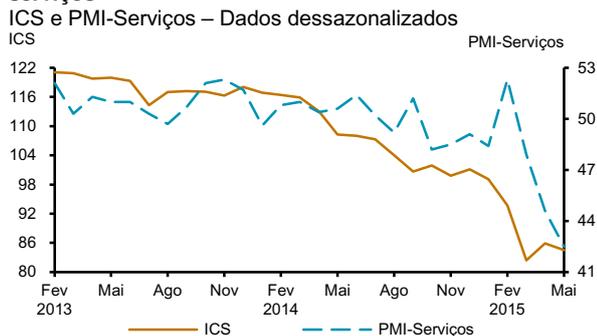
A receita nominal do setor de serviços cresceu 2,9% no trimestre finalizado em abril de 2015, em relação a igual período de 2014, segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), divulgada pelo IBGE. Destacaram-se os aumentos de 6,4% nas atividades serviços profissionais, administrativos e complementares e 3,4% serviços prestados às famílias.

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

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

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

Gráfico 1.10 – Indicadores de confiança no setor de serviços



O Índice de Confiança de Serviços (ICS), repercutindo contração de 6,8% no ISA-S e expansão de 1,6% no IE-S, apresentou recuo mensal de 1,6% em maio, dados dessazonalizados. Ressalte-se que, das sete atividades pesquisadas, três atingiram o menor patamar da série iniciada em junho de 2008: transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios; atividades imobiliárias; e outros serviços.

O PMI-Serviços para a atividade negócios atingiu 42,5 pontos em maio (44,6 pontos em abril e 50,6 pontos em maio de 2014), dados dessazonalizados.

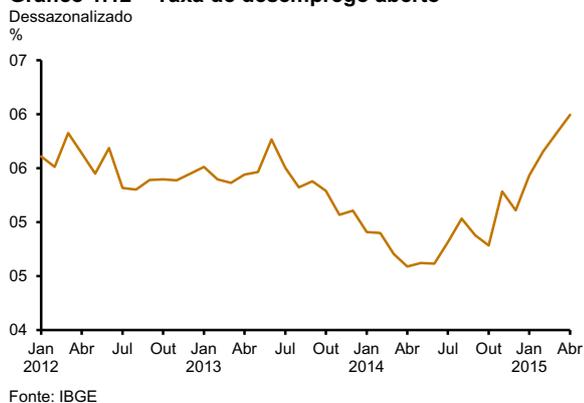
Gráfico 1.11 – Índice de Atividade Econômica do Banco Central



Índice de atividade do Banco Central

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br)⁷ recuou 1,01% no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro, quando havia decrescido 0,92%, nesse tipo de análise, de acordo com dados dessazonalizados. Consideradas variações interanuais, o indicador recuou 3,13% em abril (variações 0,69% em março e -4,08% em fevereiro).

Gráfico 1.12 – Taxa de desemprego aberto



1.3 Mercado de trabalho

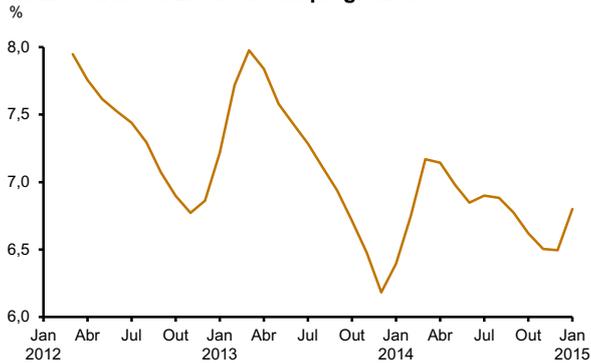
Conforme sinalizado no Relatório de Inflação de março⁸, o mercado de trabalho encontra-se em processo de distensão, expresso em aumento da taxa de desemprego, em cenário de crescimento da população economicamente ativa em ritmo superior ao da população ocupada; e recuos da geração líquida de postos de trabalho formais bem como da taxa de crescimento dos rendimentos do trabalho.

A taxa de desemprego, consideradas as seis regiões metropolitanas abrangidas pela Pesquisa Mensal do Emprego (PME) do IBGE, atingiu 6,2% no trimestre encerrado em abril (5,0% em igual período de 2014). Considerados dados dessazonalizados, a taxa de desemprego situou-se em 5,8%, ante 5,3% no trimestre encerrado em janeiro, resultado de variações de -0,4% na população ocupada e de 0,2% na população economicamente ativa.

A taxa de desemprego, considerada a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do IBGE,

7/ Em maio, foi divulgada nova série do IBC-Br, adaptada à nova metodologia do Sistema de Contas Nacionais – referência 2010.

8/ Ver boxe “Sinais de distensão no mercado de trabalho”, no Relatório de Inflação de Março de 2015.

Gráfico 1.13 – Taxa de desemprego aberto

Fonte: IBGE

Tabela 1.4 – Evolução do emprego formal

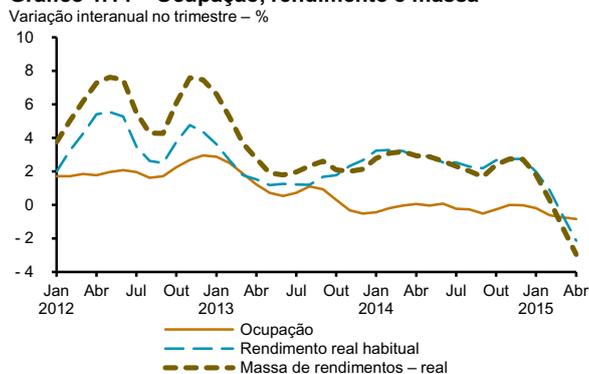
Discriminação	Novos postos de trabalho (em mil)			
	2014		2015	
	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}	Trim ^{2/}	Ano ^{3/}
Total	379,3	408,9	-81,0	-162,7
Indústria de transformação	54,0	92,5	-66,5	-39,1
Comércio	9,6	-68,5	-48,6	-146,4
Serviços	249,7	274,4	98,5	91,4
Construção civil	27,1	65,2	-67,1	-76,8
Agropecuária	14,8	18,6	-7,3	2,1
Serviços ind. de util. pública	3,2	4,4	0,3	0,5
Outros ^{1/}	20,9	22,3	9,7	5,5

Fonte: MTE

1/ Inclui extrativa mineral, administração pública e outras.

2/ Trimestre encerrado em abril.

3/ Acumulado no ano até abril.

Gráfico 1.14 – Ocupação, rendimento e massa

Fonte: IBGE

de âmbito nacional, atingiu 8,0% no trimestre encerrado em abril, ante 6,8% no encerrado em janeiro e 7,1% em igual período de 2014. O nível de ocupação – relação entre população ocupada e população em idade ativa – atingiu, na ordem, 56,3%, 56,7% e 56,8%, nos períodos mencionados.

Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), houve eliminação de 81,0 mil empregos formais no trimestre encerrado em abril de 2015 (criação de 379,3 mil em igual período de 2014). Destacaram-se os cortes na construção civil (67,1 mil), na indústria de transformação (66,5 mil) e no comércio (48,6 mil) e a geração líquida de 98,5 mil vagas no setor de serviços. Foram extintos 162,7 mil postos de trabalho formais no primeiro quadrimestre do ano, ante a criação de 408,9 mil vagas em igual intervalo de 2014.

O rendimento médio real habitualmente recebido do trabalho principal recuou 2,1% no trimestre encerrado em abril, em relação a igual intervalo de 2014, segundo a PME. Destacaram-se as reduções no comércio, 5,0%; no setor de serviços, 3,8%; e na indústria, 2,4%. A massa salarial real, produto do rendimento médio habitual pelo número de ocupados, diminuiu 2,9% no período.

1.4 Produto Interno Bruto

O PIB recuou 0,2% no primeiro trimestre de 2015, em relação ao quarto trimestre de 2014, de acordo com dados dessazonalizados do IBGE. A análise sob a ótica da oferta indica que a produção agropecuária cresceu 4,7% no período, favorecida, em especial, pela expansão da safra de soja. A indústria e o setor de serviços recuaram 0,3% e 0,7%, respectivamente, no trimestre.

Sob a ótica da demanda, destacaram-se os recuos de 1,5% no consumo das famílias, em linha com a recente trajetória da renda real e dos índices de confiança do consumidor, e de 1,3% no consumo governamental, compatível com o processo de ajuste fiscal em curso. A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) contraiu 1,3%, sétimo resultado negativo em sequência, nessa base de comparação. As exportações aumentaram 5,7% e as importações, 1,2%.

Relativamente ao primeiro trimestre de 2014, o PIB recuou 1,6%. Sob a ótica da oferta, ocorreram recuos respectivos de 3,0% e 1,2% na indústria e no setor de serviços e aumento de 4,0% na produção agropecuária. O desempenho do setor

Tabela 1.5 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior

Discriminação	Variação %				
	2014				2015
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
Agropecuária	3,4	-1,5	-1,4	1,2	4,0
Indústria	3,0	-3,6	-1,9	-1,9	-3,0
Extrativa mineral	6,1	7,6	11,1	9,7	12,8
Transformação	1,0	-6,3	-4,0	-5,4	-7,0
Construção civil	3,5	-5,6	-5,3	-2,3	-2,9
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	7,2	-4,7	-6,5	-5,9	-12,0
Serviços	2,4	-0,2	0,3	0,4	-1,2
Comércio	2,5	-3,6	-2,8	-2,9	-6,0
Transporte, armazenagem e correio	6,9	-0,5	1,4	0,8	-3,6
Serviços de informação	7,1	4,6	5,1	1,9	2,9
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	2,7	-0,6	-1,6	1,3	-0,4
Outros serviços	0,3	-1,2	0,3	1,1	-0,6
Atividades imobiliárias e aluguel	3,9	3,0	3,2	3,0	2,8
Administração, saúde e educação públicas	1,2	0,5	0,3	-0,1	-1,4
Valor adic. a preços básicos	2,7	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2
Impostos sobre produtos	2,8	-1,8	-1,5	-0,6	-3,5
PIB a preços de mercado	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	-1,6
Consumo das famílias	2,0	0,2	0,1	1,3	-0,9
Consumo do governo	2,6	1,5	1,6	-0,2	-1,5
Formação Bruta de Capital Fixo	3,0	-7,9	-6,4	-5,8	-7,8
Exportação	3,1	-0,2	4,6	-10,7	3,2
Importação	1,6	-2,7	1,6	-4,4	-4,7

Fonte: IBGE

Tabela 1.6 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2014				2015
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	0,7	-1,4	0,2	0,3	-0,2
Agropecuária	2,6	-1,6	-1,3	1,8	4,7
Indústria	0,7	-3,9	1,8	-0,4	-0,3
Serviços	0,5	-0,8	0,5	0,2	-0,7
Consumo das famílias	0,6	-0,7	0,2	1,1	-1,5
Consumo do governo	-0,3	0,2	0,7	-0,9	-1,3
Formação Bruta de Capital Fixo	-0,6	-4,3	-0,5	-0,6	-1,3
Exportação	-1,5	-0,5	-1,2	-4,4	5,7
Importação	2,0	-3,5	2,4	-4,9	1,2

Fonte: IBGE

primário repercutiu, em especial, os crescimentos nas safras de soja, arroz e mandioca, estimados, respectivamente, em 10,6%, 0,7% e 5,1%.

No âmbito do setor secundário, a indústria extrativa cresceu 12,8%, contrastando com os recuos nos segmentos construção civil (2,9%), indústria de transformação (7,0%) e produção e distribuição de eletricidade, gás e água (12%), destacando-se, nessa atividade, o impacto da redução no consumo de energia elétrica e de água.

A retração no setor terciário foi condicionada, em grande parte, pelo impacto dos recuos nos segmentos comércio (6,0%) e administração, saúde e educação públicas (1,4%), neutralizado parcialmente por aumentos nas atividades serviços de intermediação financeira (2,9%) e atividades imobiliárias e de aluguel (2,8%).

A análise da demanda indica que o componente interno contribuiu com -2,6 p.p. para o crescimento interanual do PIB, com ênfase nos impactos das reduções no consumo das famílias (0,9%) e na FBCF (7,8%). O setor externo, repercutindo variações respectivas de 3,2% e -4,7% nas exportações e importações, contribuiu com 1,0 p.p. para a variação do PIB no período.

1.5 Investimentos

Os investimentos, excluídas as variações de estoques, diminuíram 7,8% no primeiro trimestre de 2015, em relação a igual período do ano anterior, de acordo com as Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Na margem, considerados dados dessazonalizados, a FBCF variou -1,3% em relação ao quarto trimestre de 2014, acumulando retração 8,2% nos últimos sete trimestres.

A absorção de bens de capital contraiu 17,4% no primeiro trimestre do ano, em relação a igual período de 2014, resultado de variações respectivas de -18,3%, -11,9% e -13,1% na produção, exportação e importação desses bens. O recuo na produção de bens de capital refletiu o menor dinamismo na fabricação de bens destinados à construção, de peças agrícolas e de equipamentos de transporte. A produção de insumos para a construção civil diminuiu 8,1%, na mesma base de comparação.

Tabela 1.7 – Produção industrial

Discriminação	Trimestre ante mesmo trimestre do ano anterior (%)			
	2014	2015		
	Dez	Jan	Fev	Mar
Insumos da construção civil	-6,8	-7,8	-9,0	-8,1
Bens de capital	-11,5	-12,7	-18,3	-18,3
Tipicamente industrializados	-0,9	-0,5	-0,4	-0,1
Agrícolas	-18,6	-20,6	-24,2	-20,4
Peças agrícolas	-37,0	-37,5	-33,2	-23,7
Construção	-25,7	-28,7	-29,8	-24,5
Energia elétrica	-5,2	-7,1	-8,6	-7,9
Equipamentos de transporte	-18,0	-18,2	-25,2	-24,7
Misto	-2,3	-5,7	-13,7	-19,4

Fonte: IBGE

1.6 Conclusão

Os efeitos, no curto prazo, dos ajustes macroeconômicos adotados no âmbito das políticas monetária e fiscal, associados, ainda, a eventos não econômicos, concorrem para que o crescimento da atividade econômica neste ano situe-se abaixo do crescimento potencial. No médio prazo, os impactos das mudanças no ambiente macroeconômico advindas com os ajustes em curso contribuem para a recuperação da confiança de empresas e famílias, com reflexos na evolução do consumo e do investimento. Esse fator, associado ao maior crescimento global – perspectiva que gradualmente se consolida – tende a conferir maior dinamismo à atividade doméstica.

Projeção para o PIB dos Próximos 4 Trimestres e Revisão de 2015

Este box atualiza as projeções do Banco Central para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2015 e 2016. As projeções incorporam as mudanças introduzidas pelo novo Sistema de Contas Nacionais (SCN-2010). Por outro lado, não incorporam, direta nem indiretamente, cenário de restrição de energia elétrica ou de água, uma vez que o risco de ocorrência de tais eventos reduziu-se significativamente com as chuvas ao longo do primeiro trimestre de 2015.

Revisão da projeção para 2015

A projeção para o crescimento do PIB em 2015, incorporando os resultados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o primeiro trimestre do ano e estatísticas disponíveis para o trimestre em curso, foi revisada de -0,5%, no Relatório anterior, para -1,1%.

A produção agropecuária deverá crescer 1,9%, ante estimativa anterior de 1,0%, aumento associado ao bom resultado no primeiro trimestre. A projeção para o desempenho da indústria recuou de -2,3% para -3,0%, destacando-se os impactos das reduções projetadas para a indústria de transformação, de -3,4% para -6%, e para a produção e distribuição de eletricidade, água e gás, de -1,4% para -5,6%, refletindo cenário de aumento da participação de termoelétricas na oferta de energia e de redução do consumo de água no primeiro trimestre do ano.

A projeção para o setor de serviços decresceu de 0,1% para -0,8%, ressaltando-se as revisões nas atividades comércio, -2,2 p.p., e administração, saúde e educação públicas, -2,1 p.p. No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, ressaltam-se as reduções de 0,2% para -0,5% no consumo das famílias, em linha com a piora no mercado de trabalho e a manutenção da confiança do consumidor em patamares historicamente reduzidos; e de 0,3% para -1,6% no

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %		
	2015		2016
	I Tri	IV Tri ^{1/}	I Tri ^{1/}
Agropecuária	0,6	1,9	0,5
Indústria	-2,5	-3,0	-3,0
Extrativa mineral	10,3	7,0	3,7
Transformação	-5,6	-6,0	-4,9
Construção civil	-4,0	-3,3	-3,9
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	-7,3	-5,6	-2,6
Serviços	-0,2	-0,8	-0,3
Comércio	-3,8	-2,9	-1,4
Transporte, armazenagem e correio	-0,4	-2,8	-2,0
Serviços de informação	3,6	2,0	1,4
Interm. financeira e serviços relacionados	-0,3	-1,0	-0,9
Outros serviços	-0,1	-1,0	-0,7
Atividades imobiliárias e aluguel	3,0	2,5	2,1
Administração, saúde e educação públicas	-0,2	-1,0	-0,4
Valor adicionado a preços básicos	-0,7	-1,1	-0,9
Impostos sobre produtos	-1,9	-1,2	-0,3
PIB a preços de mercado	-0,9	-1,1	-0,8
Consumo das famílias	0,2	-0,5	-0,1
Consumo do governo	0,4	-1,6	-1,2
Formação Bruta de Capital Fixo	-6,9	-7,0	-5,9
Exportação	-1,0	5,5	4,7
Importação	-2,5	-6,0	-4,7

Fonte: IBGE
1/ Estimativa.

consumo do governo, consistente com o cenário de ajuste fiscal em curso.

Em relação ao componente externo da demanda agregada, repercutindo o ambiente de desaceleração no consumo e os efeitos da depreciação cambial, as variações anuais das exportações e das importações foram revistas em 3,1 p.p., para 5,5%, e em -3,0 p.p., para -6,0%, respectivamente.

A contribuição da demanda interna para a expansão do PIB em 2015 é estimada em -2,6 p.p. e a do setor externo, em 1,5 p.p.

Projeção para os próximos quatro trimestres

O crescimento para o PIB acumulado no período de quatro trimestres encerrado em março de 2016 é estimado em -0,8%, ante -0,9% no primeiro trimestre deste ano, no mesmo tipo de comparação (Tabela 1).

A produção agropecuária deverá aumentar 0,5% (0,6% no período de quatro trimestres finalizado em março de 2015).

O crescimento da indústria está estimado em -3,0% (-2,5% no intervalo de quatro trimestres terminado em março de 2015), destacando-se os recuos de 4,9% na indústria de transformação e de 3,9% na construção civil. Esse cenário é compatível com a trajetória da demanda interna e dos índices de confiança. A produção da indústria extrativa mineral deverá crescer 3,7% (10,3% no período de quatro trimestres finalizado em março de 2015), em linha com expectativas de desaceleração da produção de petróleo e minério de ferro.

O setor terciário deverá recuar 0,3% no período de quatro trimestres encerrado em março de 2016 (-0,2%, no mesmo tipo de comparação, no primeiro trimestre de 2015). A atividade de comércio deverá decrescer 1,4%, registrando, no entanto, avanço de 2,4 p.p. em relação ao acumulado no primeiro trimestre de 2015. Destacam-se também os recuos projetados para as atividades transporte, 1,6 p.p. e serviços de informação, 2,2 p.p., em linha com o desempenho fraco dos componentes da demanda.

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, projeta-se retração de 0,1% para o consumo das famílias (aumento de 0,2% no intervalo de quatro trimestres finalizado em março de 2015). O consumo do governo deverá recuar 1,2% e a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), 5,9%, em linha com o desempenho da indústria de transformação e da construção civil. As exportações e as importações de bens e serviços devem variar, na ordem, 4,7% e -4,7%, no período. As contribuições das demandas interna e externa estão estimadas em -2,0 p.p. e 1,2 p.p. respectivamente.

A inflação ao consumidor no trimestre encerrado em maio ainda refletiu de maneira significativa o ajuste de preços relativos em curso no país e seguiu em elevação quando aferida no acumulado em doze meses. No âmbito dos preços ao produtor, a inflação registrou alta no trimestre, repercutindo, em grande parte, os efeitos da recente depreciação cambial, principalmente sobre os preços de produtos industriais.

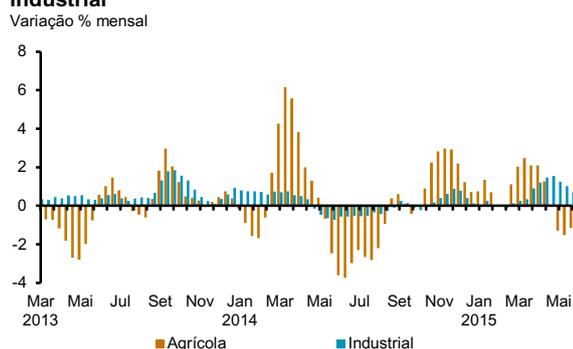
2.1 Índices gerais

Tabela 2.1 – Índices gerais de preços

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IGP-DI	0,67	0,53	1,21	0,92	0,40
IPA	0,23	0,41	1,24	1,11	0,19
IPC-Br	1,73	0,97	1,41	0,61	0,72
INCC	0,92	0,31	0,62	0,46	0,95

Fonte: FGV

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



O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela FGV, variou 2,55% no trimestre terminado em maio ante 1,60% no finalizado em fevereiro. Nos períodos considerados, a variação do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) passou de 0,93% para 2,56%; a do Índice de Preços ao Consumidor (IPC), de 3,49% para 2,76%; e a do Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), de 1,31% para 2,04%.

A aceleração do IPA repercutiu, em especial, o aumento na inflação de produtos industriais, de 0,31% para 3,18%, com ênfase para as elevações nos preços dos itens minério de ferro (de -12,84% para 9,69%); produtos químicos orgânicos (de -19,57% para 25,94%); e produtos alimentícios e bebidas (de -0,52% para 2,63%). Os preços agropecuários desaceleraram de 2,56% para 0,96%, no trimestre, com destaque para os recuos nos itens batata-inglesa (de 82,43% para -12,84%), ovos (de 36,44% para -9,02%) e feijão (de 58,52% para -14,22%). Nos últimos doze meses encerrados em maio, os preços agropecuários e industriais aumentaram 2,75% e 3,50%, respectivamente, (6,17% e 0,01%, na ordem, no período encerrado em fevereiro).

A desaceleração do IPC no trimestre em referência decorreu, sobretudo, do arrefecimento nas variações dos itens tarifas de ônibus urbano (de 10,87% para 0,54%); cursos formais (de 9,24% para 0,0%) e gasolina (de 8,10% para 1,02%). A evolução do INCC refletiu os aumentos nas variações dos

preços de materiais e serviços (de 1,58% para 2,29%) e dos custos com mão de obra, (de 1,08% para 1,83%).

Considerados intervalos de doze meses, o IGP-DI aumentou 4,83% em maio (3,74% em fevereiro e 7,26% em maio de 2014).

2.2 Índices de preços ao consumidor

O IPCA, divulgado pelo IBGE, variou 2,79% no trimestre encerrado em maio (3,27% no terminado em fevereiro), resultado de desaceleração dos preços livres (de 2,65% para 1,99%) e aceleração dos monitorados (de 5,38% para 5,44%).

A evolução dos preços livres repercutiu a maior variação dos preços dos bens comercializáveis no trimestre (2,00% ante 1,53% no trimestre anterior) e o arrefecimento dos preços dos não comercializáveis (1,98% ante 3,62%). Dentre os itens comercializáveis, destacaram-se os aumentos nos preços de vestuário e de leite e derivados, e no âmbito dos não comercializáveis, o menor impacto dos reajustes sazonais nos preços de cursos regulares e a deflação nas tarifas de passagens aéreas.

O aumento na variação trimestral dos preços monitorados refletiu, em parte, o impacto dos reajustes na tarifa de energia elétrica residencial⁹ e nos produtos farmacêuticos, mitigado parcialmente pelos efeitos do arrefecimento nos reajustes dos preços da gasolina e das tarifas de ônibus urbano.

Os preços dos serviços aumentaram 1,51% no trimestre encerrado em maio (3,17% no finalizado em fevereiro), com destaque para a desaceleração nos preços dos itens cursos regulares e passagens aéreas.

Em doze meses, a variação do IPCA passou de 7,70%, em fevereiro, para 8,47%, em maio – reflexo de aceleração dos preços monitorados, de 9,66% para 14,09%, e desaceleração dos preços livres, de 7,12% para 6,82% – e a dos preços dos serviços aumentou de 8,58% para 8,23%.

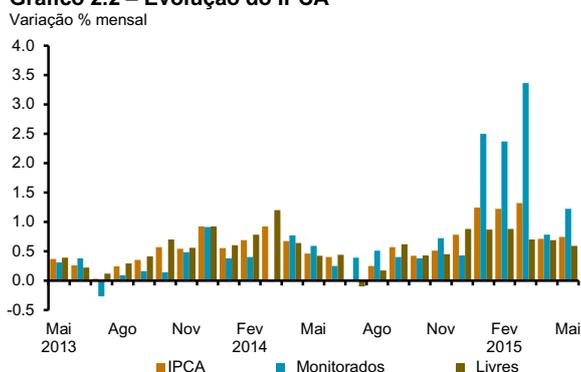
A média mensal do índice de difusão do IPCA atingiu 71,6% no trimestre encerrado em maio (68,5% e 69,3%, na ordem, nos finalizados em fevereiro de 2015 e em maio de 2014).

Tabela 2.2 – Preços ao consumidor

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA	1,24	1,22	1,32	0,71	0,74
Livres	0,87	0,88	0,70	0,69	0,59
Comercializáveis	0,31	0,59	0,57	0,63	0,79
Não comercializáveis	1,35	1,12	0,81	0,74	0,42
Serviços	0,87	1,07	0,58	0,72	0,20
Monitorados	2,50	2,37	3,36	0,78	1,22

Fontes: IBGE e Banco Central

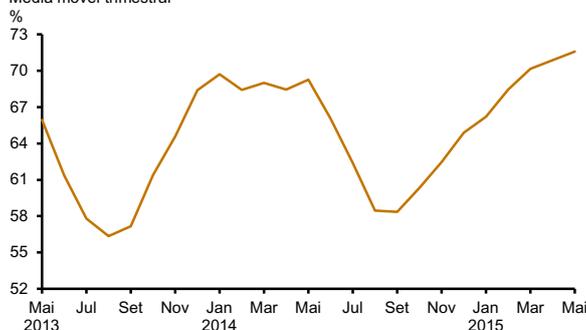
Gráfico 2.2 – Evolução do IPCA



Fontes: IBGE e Banco Central

Gráfico 2.3 – Índice de difusão do IPCA

Proporção do número de subitens com aumentos
Média móvel trimestral

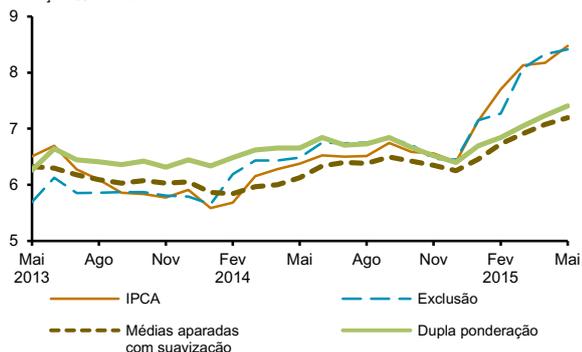


Fonte: IBGE

9/ Em março – repercutindo o impacto da Revisão Tarifária Extraordinária (RTE) e dos novos valores de bandeiras tarifárias em todas as regiões metropolitanas cobertas pelo IPCA –, a tarifa de energia elétrica residencial aumentou 22,08%.

Gráfico 2.4 – Núcleos de inflação

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

Tabela 2.3 – IPCA – Itens monitorados

Discriminação	Pesos	Variação % mensal					
		2015					
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	No ano
IPCA	100,00	1,24	1,22	1,32	0,71	0,74	5,34
Livres	76,21	0,87	0,88	0,70	0,69	0,59	3,79
Monitorados	23,79	2,50	2,37	3,36	0,78	1,22	10,63
Principais itens							
Gás encanado	0,07	1,86	0,10	0,01	0,59	0,08	2,66
Ônibus urbano	2,61	8,02	2,73	0,85	0,00	0,30	12,25
Água e esgoto	1,37	1,42	0,22	0,07	0,61	1,23	3,59
Plano de saúde	3,23	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	3,91
Gasolina	3,93	0,01	8,42	1,26	-0,67	0,23	9,31
Pedágio	0,11	0,20	-0,01	0,00	0,00	-0,07	0,12
Remédios	3,31	0,25	0,00	0,12	3,27	1,64	5,35
Energia elétrica	3,89	8,27	3,14	22,08	1,31	2,77	41,94
Gás veicular	0,11	0,41	1,05	0,83	0,67	0,85	3,87
Gás de bujão	1,09	0,26	0,91	0,74	1,05	1,31	4,34
Óleo diesel	0,15	0,34	5,32	1,74	-0,14	-0,02	7,34

Fontes: IBGE e Banco Central

Tabela 2.4 – Preços ao consumidor e seus núcleos

Discriminação	Variação % mensal				
	2015				
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
IPCA (cheio)	1,24	1,22	1,32	0,71	0,74
Exclusão ^{1/}	0,64	0,91	0,57	0,61	0,31
Exclusão ^{2/}	1,16	0,90	1,34	0,75	0,62
Médias aparadas com suavização	0,74	0,77	0,76	0,72	0,75
Médias aparadas sem suavização	0,79	0,73	0,73	0,70	0,62
Dupla ponderação	0,83	0,83	0,78	0,74	0,66
IPC-Br (cheio)	1,73	0,97	1,41	0,61	0,72
Médias aparadas	0,79	0,73	0,66	0,68	0,69

Fontes: IBGE, Banco Central e FGV

1/ Itens excluídos: monitorados e alimentação no domicílio.

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

2.3 Núcleos

O núcleo do IPCA, que exclui dez itens do subgrupo alimentação no domicílio e combustíveis, aumentou 2,73% no trimestre encerrado em maio (2,82% no finalizado em fevereiro). Em doze meses, a variação do núcleo atingiu 8,41% em maio (7,27% em fevereiro).

O núcleo que exclui os itens monitorados e todos os itens do subgrupo alimentação no domicílio variou 1,50% (2,44% no trimestre terminado em fevereiro). Em doze meses, o indicador acumulou expansão de 6,52% em maio (6,76% em fevereiro).

O núcleo calculado por médias aparadas com suavização¹⁰ variou 2,25% no trimestre finalizado em maio (2,01% no encerrado em fevereiro), e o sem suavização variou 2,06% (mesmo percentual de fevereiro). Em doze meses, estes núcleos variaram 7,20% e 6,58%, respectivamente, em maio (6,73% e 6,29%, na ordem, em fevereiro).

O núcleo de dupla ponderação¹¹ aumentou 2,20% no trimestre finalizado em maio (2,36% no encerrado em fevereiro). O indicador acumulou variações respectivas de 7,41% e 6,84% nos períodos de doze meses finalizados em maio e em fevereiro.

O núcleo de inflação do IPC da FGV, calculado pelo método das médias aparadas com suavização, aumentou 2,04% no trimestre finalizado em maio (2,03% no terminado em fevereiro). Considerados períodos de doze meses, o indicador variou 6,96% em maio (6,57% em fevereiro).

2.4 Expectativas de mercado

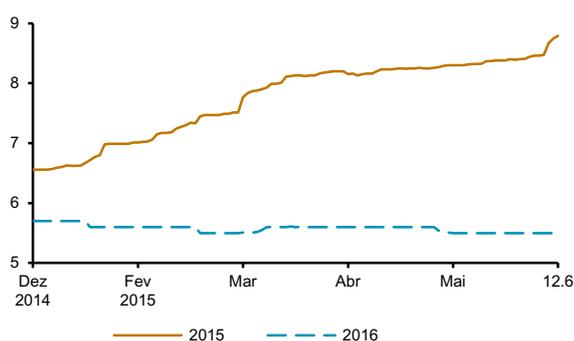
De acordo com a Pesquisa Focus – Relatório de Mercado de 12 de junho, as medianas das projeções para as variações anuais do IPCA em 2015 e 2016 atingiram 8,79% e 5,50%, respectivamente (8,18% e 5,60%, na ordem, ao final de março). A mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente – suavizada – situou-se em 6,10% (6,17% em 31 de março).

10/ 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.

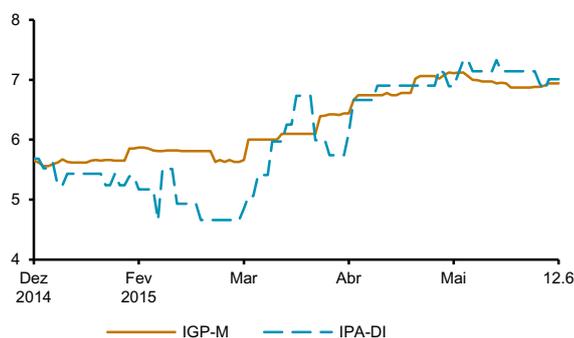
11/ O critério utilizado para o cálculo desse indicador consiste na reponderação dos pesos originais – baseados na importância de cada item para a cesta do IPCA – pelos respectivos graus de volatilidade relativa, um procedimento que reduz a importância dos componentes mais voláteis.

Gráfico 2.5 – IPCA

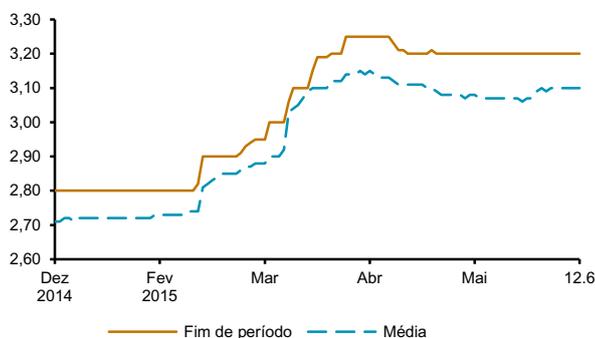
Medianas (%)

**Gráfico 2.6 – IGP-M e IPA-DI**

Medianas (%)

**Gráfico 2.7 – Câmbio**

Medianas (R\$/US\$)

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

	30.12.2014		31.3.2015		12.6.2015	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Em percentual						
IPCA	6,56	5,70	8,18	5,60	8,79	5,50
IGP-M	5,65	5,50	6,40	5,50	6,94	5,50
IPA-DI	5,68	5,10	5,99	5,90	7,01	5,50
Preços administrados	7,85	5,80	13,00	5,50	14,00	5,84
Selic (fim de período)	12,50	11,50	13,25	11,50	14,00	12,00
Selic (média do período)	12,47	11,69	13,16	11,90	13,50	12,83
PIB	0,50	1,80	-1,00	1,18	-1,35	0,90
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	2,80	2,80	3,25	3,30	3,20	3,30
Câmbio (média do período)	2,71	2,74	3,14	3,22	3,10	3,27

As medianas das estimativas para as variações do IGP-M em 2015 e em 2016 situaram-se, na ordem, em 6,94% e 5,50% em 12 de junho (6,40% e 5,50%, respectivamente, ao final de março), e as referentes ao Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) atingiram 7,01% e 5,50% (5,99% e 5,90%, respectivamente, ao final de março).

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2015 e em 2016 atingiram, na ordem, 14,00% e 5,84% (13,00% e 5,50%, respectivamente, em 31 de março).

As medianas da taxa de câmbio projetada pelo mercado para os finais de 2015 e de 2016 atingiram R\$3,20/US\$ e R\$3,30/US\$, respectivamente, em 12 de junho (R\$3,25/US\$ e R\$3,30/US\$, respectivamente, ao final de março). As medianas das projeções para as taxas de câmbio médias de 2015 e de 2016 situaram-se, na ordem, em R\$3,10/US\$ e R\$3,27/US\$ (R\$3,14/US\$ e R\$3,22/US\$, respectivamente, em 31 de março).

2.5 Conclusão

O patamar de inflação permaneceu elevado, ainda que as taxas mensais de inflação ao consumidor tenham registrado relativa desaceleração ao longo do trimestre encerrado em maio, devido à redução gradativa do impacto do realinhamento de tarifas. Considerada em doze meses, a inflação manteve-se elevada e significativamente acima do limite superior da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), no âmbito do regime de metas para a inflação. Nesse contexto – agravado pelo caráter indexador ainda prevalecente na formação de preços no país –, reitere-se a necessidade da determinação e perseverança no âmbito da política monetária, com o propósito de circunscrever a 2015 os efeitos de segunda ordem dos ajustes de preços relativos, continuar o processo de ancoragem de expectativas que já mostra resultados positivos nos prazos médios e colocar a inflação na meta em dezembro de 2016.

Tabela 3.1 – Evolução do crédito

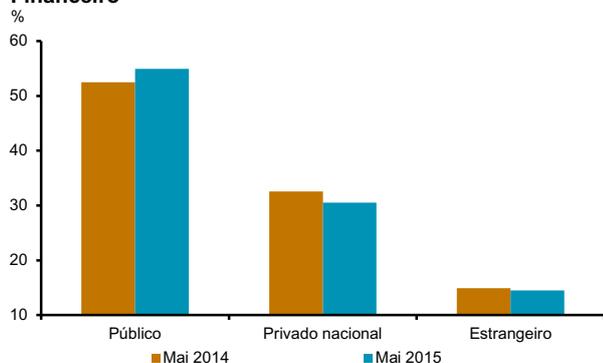
Discriminação	2015				R\$ bilhões	
	Fev	Mar	Abr	Mai	Variação %	
					3	12
meses meses						
Total	3.024,3	3.060,3	3.059,6	3.081,0	1,9	10,1
Pessoas jurídicas	1.596,7	1.621,6	1.613,7	1.626,7	1,9	9,2
Recursos livres	781,5	791,6	788,6	794,0	1,6	4,8
Direcionados	815,2	830,0	825,2	832,7	2,1	13,6
Pessoas físicas	1.427,6	1.438,7	1.445,9	1.454,3	1,9	11,2
Recursos livres	783,7	787,0	785,3	789,4	0,7	4,6
Direcionados	643,9	651,7	660,6	664,8	3,2	20,2

Participação %:						
Total/PIB	54,4	54,6	54,3	54,4		
Pes. jurídicas/PIB	28,7	28,9	28,7	28,7		
Pessoas físicas/PIB	25,7	25,7	25,7	25,7		
Recursos livres/PIB	28,2	28,1	27,9	27,9		
R. direcionados/PIB	26,3	26,4	26,4	26,4		

As ações de ajuste macroeconômico de maneira geral, incluindo o posicionamento vigilante da política monetária, objetivando consolidar ambiente macroeconômico favorável e de maior confiança para fortalecer o investimento no médio prazo, se traduziram em condições gerais mais restritas no mercado de crédito ao longo deste ano, em especial, por intermédio do canal de taxas de juros mais elevadas. Destacaram-se ainda no período, a desaceleração das concessões de empréstimos com subsídios, particularmente com recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Nesse contexto, a evolução da carteira de crédito do sistema financeiro manteve moderação do crescimento no trimestre encerrado em maio, em bases trimestrais e interanuais.

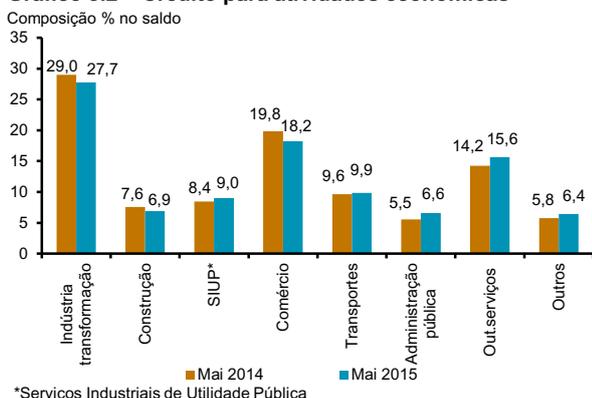
3.1 Crédito

Gráfico 3.1 – Operações de crédito do Sistema Financeiro



O saldo das operações de crédito do sistema financeiro, incluindo recursos livres e direcionados, atingiu R\$3.081 bilhões em maio, elevando-se 1,9% no trimestre e 10,1% em doze meses, após variações respectivas de 2,3% e 11,0% no trimestre encerrado em fevereiro. As carteiras de pessoas físicas e jurídicas cresceram 1,9% no trimestre e 11,2% e 9,2%, respectivamente, em doze meses, totalizando, na ordem, R\$1.454 bilhões e R\$1.627 bilhões. A relação crédito/PIB atingiu 54,4% (54,4% em fevereiro e 52,5% em maio de 2014).

Gráfico 3.2 – Crédito para atividades econômicas



As carteiras das instituições financeiras públicas, privadas nacionais e estrangeiras representaram, na ordem, 55%, 30,5% e 14,5% do total de crédito do sistema financeiro em maio (52,5%, 32,6% e 14,9% em maio de 2014). As carteiras mencionadas variaram no trimestre 3%, -0,3% e 2,1%, respectivamente.

A análise da carteira de crédito por atividade econômica do tomador – incluindo recursos livres e direcionados e pessoas jurídicas dos setores privado e público – evidencia crescimentos trimestrais importantes nos segmentos

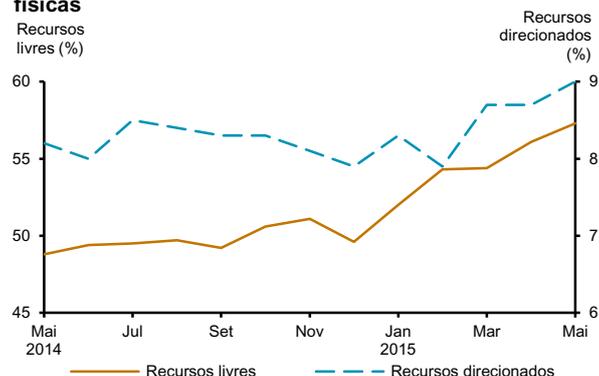
*Serviços Industriais de Utilidade Pública

Tabela 3.2 – Crédito a pessoas físicas

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2015				3	12
	Fev	Mar	Abr	Mai			meses	meses
Recursos livres	783,7	787,0	785,3	789,4	0,7	4,6
Crédito pessoal	359,4	363,2	366,3	369,1	2,7	10,0
Do qual: consignado	256,8	259,7	261,9	263,8	2,7	12,2
Aquisição de veículos	181,9	179,6	177,6	175,7	-3,4	-6,6
Cartão de crédito	155,1	155,7	154,3	156,7	1,0	9,1
Cheque especial	26,8	27,2	27,4	27,1	1,2	0,9
Demais	60,5	61,4	59,7	60,8	0,4	0,1
Recursos direcionados	643,9	651,7	660,6	664,8	3,2	20,2
BNDES	44,6	45,1	45,1	44,5	-0,2	13,7
Imobiliário	444,8	452,0	460,4	465,1	4,6	24,5
Rural	146,3	146,8	147,3	147,5	0,8	13,5
Demais	8,2	7,8	7,8	7,7	-6,4	-23,9

Tabela 3.3 – Crédito a pessoas jurídicas

Discriminação	R\$ bilhões				Variação %	
	2015				3	12
	Fev	Mar	Abr	Mai			meses	meses
Recursos livres	781,5	791,6	788,6	794,0	1,6	4,8
Capital de giro	389,9	386,4	387,2	388,0	-0,5	0,4
Conta garantida	45,2	44,8	46,2	45,5	0,8	-0,6
ACC	55,4	55,4	60,2	62,5	12,9	27,9
Financ. a exportações	59,5	61,2	59,4	59,3	-0,4	9,8
Demais	231,5	243,8	235,6	238,7	3,1	7,4
Recursos direcionados	815,2	830,0	825,2	832,7	2,1	13,6
BNDES	599,3	612,5	605,4	610,4	1,9	14,9
Imobiliário	67,3	67,5	68,0	68,8	2,3	15,6
Rural	72,0	71,6	74,8	73,9	2,6	-1,1
Demais	76,6	78,4	77,0	79,6	3,9	18,0

Gráfico 3.3 – Taxas de juros – Crédito a pessoas físicas

administração pública (6%); serviços industriais de utilidade pública (3,8%), principalmente, eletricidade e gás; transportes (1,9%); e indústria de transformação (1,3%), em especial na atividade petróleo e combustíveis.

A segmentação por tipo de cliente (incluindo pessoas físicas e jurídicas), indica que o total de crédito ao setor privado somou R\$2.854 bilhões em maio. O aumento trimestral de 1,5% refletiu elevações de 1,9% na carteira de pessoas físicas e de 1,2% na de pessoas jurídicas. O crédito ao setor público somou R\$227,4 bilhões, com o crescimento trimestral de 6,2% refletindo variações respectivas de 7,9% e 4,8% nas carteiras do governo federal e dos estados e municípios.

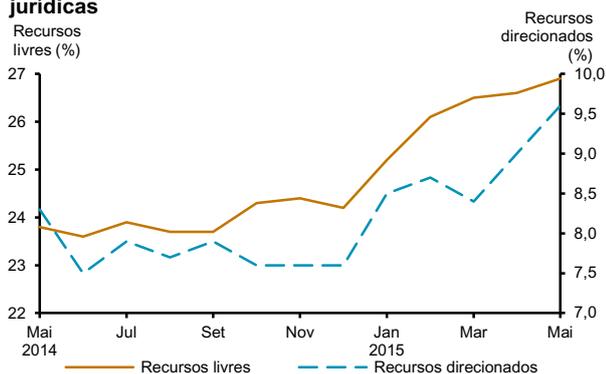
O saldo das operações de crédito com recursos livres totalizou R\$1.583 bilhões em maio (51,4% da carteira do sistema financeiro), elevando-se 1,2% no trimestre e 4,7% em doze meses (variações respectivas de 0,9% e 5% no trimestre encerrado em fevereiro). A carteira de pessoas jurídicas cresceu 1,6% (0,3% no trimestre anterior), para R\$794 bilhões, com destaque para o maior dinamismo da modalidade adiantamentos sobre contratos de câmbio e para a redução no saldo – notadamente nas contratações com prazos superiores a 365 dias – na modalidade capital de giro (48,9% do crédito livre das empresas). A carteira de crédito livre das pessoas físicas aumentou 0,7% no trimestre, com elevações nas modalidades crédito pessoal e cartão de crédito, e redução do saldo de aquisição de veículos.

As operações contratadas com recursos direcionados somaram R\$1.498 bilhões em maio, elevando-se 2,6% no trimestre e 16,5% em doze meses (variações respectivas de 3,8% e 18,1% no trimestre encerrado em fevereiro). A carteira de pessoas físicas cresceu 3,2%, com ênfase para o aumento nos financiamentos imobiliários, que representaram 32% do endividamento bancário das famílias (28,6% em maio de 2014). A carteira de pessoas jurídicas aumentou 2,1% no trimestre, com destaque para a expansão de 2,3% nos financiamentos para investimentos com recursos do BNDES, influenciada, em parte, pela depreciação cambial do período. Os desembolsos com recursos do BNDES para o setor produtivo totalizaram R\$48 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015, reduzindo-se 25,2% em relação a igual intervalo de 2014.

Taxas de juros e inadimplência

A taxa média de juros das operações de crédito do sistema financeiro nacional atingiu 27,1% a.a. em maio, elevando-se

Gráfico 3.4 – Taxas de juros – Crédito a pessoas jurídicas

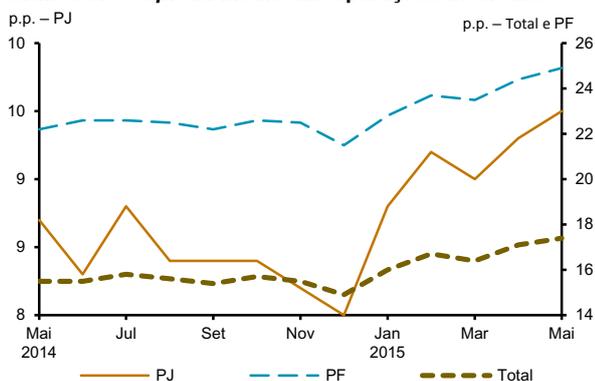


1,4 p.p. no trimestre e 3 p.p. em doze meses. O crescimento trimestral repercutiu elevações respectivas de 1,9 p.p. e 1 p.p. nos segmentos de recursos livres e direcionados, que registaram, na ordem, taxas de juros médias de 42,5% a.a. e 9,3% a.a.

A taxa de juros atingiu 34,8% a.a. no segmento de pessoas físicas (elevações de 1,9 p.p. no trimestre e 3,5 p.p. em doze meses). A variação trimestral refletiu elevações de 3 p.p., para 57,3%, no segmento de recursos livres (cheque especial, 17,8 p.p.; cartão de crédito geral, 6,3 p.p.; crédito pessoal não consignado, 3,5 p.p.), e de 1,1 p.p., para 9%, no de recursos direcionados.

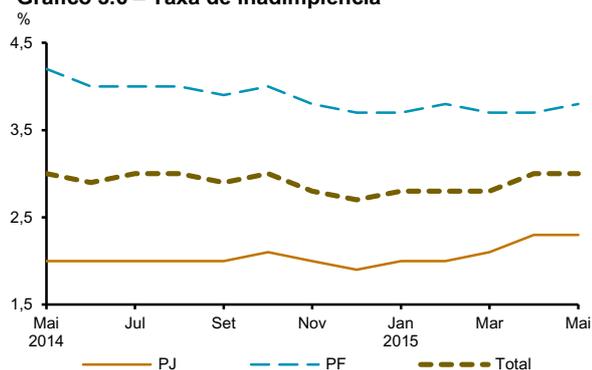
A taxa média de juros situou-se em 18,9% a.a. no segmento de pessoas jurídicas, elevando-se 0,8 p.p. no trimestre e 2 p.p. em doze meses. O aumento trimestral decorreu de variações de 0,8 p.p., para 26,9%, no segmento de recursos livres (capital de giro, 0,2 p.p.; conta garantida, 2,2 p.p.; desconto de duplicatas, 1,2 p.p.), e de 0,9 p.p., para 9,6%, no de recursos direcionados (financiamentos para investimentos do BNDES, 0,8 p.p.).

Gráfico 3.5 – Spread médio das operações de crédito



O *spread* das operações de crédito do sistema financeiro atingiu 17,4 p.p. em maio, aumentando 0,7 p.p. no trimestre e 1,9 p.p. em doze meses. O *spread* situou-se em 24,9 p.p. no segmento de pessoas físicas e em 9,5 p.p. no de pessoas jurídicas (aumentos trimestrais respectivos de 1,2 p.p. e 0,3 p.p.). O *spread* atingiu 29,8 p.p. no segmento de recursos livres e 3,2 p.p. no de recursos direcionados (aumentos de 1,5 p.p. e 0,1 p.p., na ordem, no trimestre).

Gráfico 3.6 – Taxa de inadimplência^{1/}



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

A inadimplência do sistema financeiro, consideradas operações com atraso superior a noventa dias, atingiu 3% em maio, elevando-se 0,2 p.p. no trimestre e apresentando estabilidade em doze meses. A taxa situou-se em 3,8% no segmento de pessoas físicas – estabilidade no trimestre e declínio de 0,4 p.p. em doze meses – e em 2,3% no de pessoas jurídicas – aumentos respectivos de 0,3 p.p., nos mesmos períodos. A inadimplência atingiu 4,7% nas operações com recursos livres (aumentos de 0,3 p.p., no trimestre e 0,1 p.p. em doze meses) e 1,2% nas efetuadas com recursos direcionados (estabilidade no trimestre e aumento de 0,1 p.p. em doze meses).

3.2 Agregados monetários

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

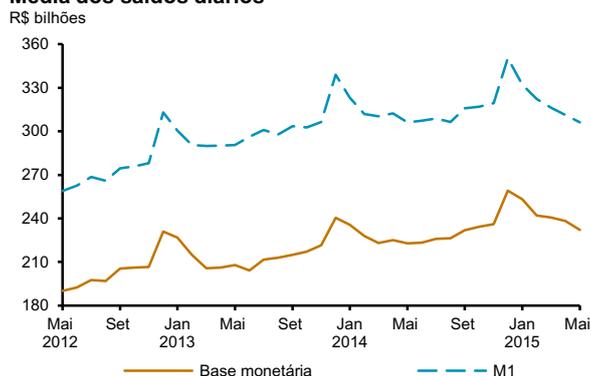
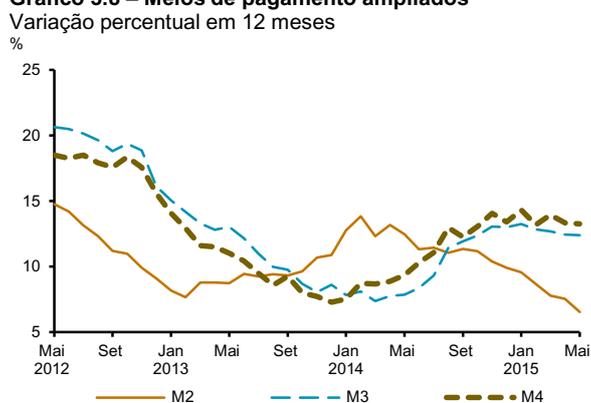


Gráfico 3.8 – Meios de pagamento ampliados



O saldo médio diário dos meios de pagamento restritos (M1) totalizou R\$306,3 bilhões em maio, recuando 5% no trimestre e mantendo-se estável em doze meses, enquanto o relativo à base monetária somou R\$232,1 bilhões, variando -4,1% e 4,1%, respectivamente, nas mesmas bases de comparação. Ressalte-se que as variações trimestrais refletiram, entre outros fatores, influências sazonais.

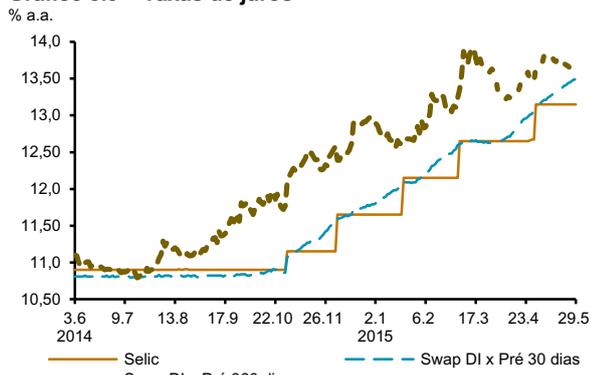
Considerados saldos em final de período, a base monetária atingiu R\$239,5 bilhões em maio. A expansão trimestral de 0,3% refletiu, em parte, os impactos expansionista, associado a ajustes das operações com derivativos (R\$24,7 bilhões), e contracionista, decorrente de operações do Tesouro Nacional (R\$22,4 bilhões).

O CMN e o Banco Central promoveram, em 28 de maio, as seguintes alterações nas regras para os recolhimentos compulsórios, com o objetivo de ampliar recursos às operações ao setor habitacional e, concomitante, manter a neutralidade monetária do conjunto das medidas:

- a Resolução nº 4.410 ampliou o prazo mínimo de vencimento e resgate da Letra de Crédito Imobiliário (LCI) de 60 para 90 dias, e fixou prazo mínimo de vencimento e resgate de 90 dias para a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), quando não atualizadas por índice de preços;
- a Circular nº 3.755 reduziu a exigibilidade adicional sobre depósitos de poupança de 10% para 5,5%;
- a Circular nº 3.756 elevou a alíquota do compulsório sobre recursos a prazo de 20% para 25%;
- a Circular nº 3.757 elevou o percentual do encaixe obrigatório sobre depósitos de poupança no âmbito do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) de 20% para 24,5%, possibilitando que até 18% do encaixe seja cumprido com a dedução correspondente ao saldo dos financiamentos para a aquisição de imóveis residenciais nas condições do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Para a poupança rural a alíquota foi elevada de 13% para 15,5%.

Os meios de pagamento, no conceito M2, totalizaram R\$2,1 trilhões em maio (aumentos de 0,1% no trimestre e de 6,5% em doze meses), destacando-se as variações de 2,4% no estoque de títulos privados e a redução de 1,5% nos depósitos de poupança. O M3 atingiu R\$4,5 trilhões, aumentando 2,6% no trimestre e 12,4% em doze meses, e o agregado M4 somou R\$5,2 trilhões, com acréscimos respectivos de 3,3% e 13,3% nos mesmos períodos.

Gráfico 3.9 – Taxas de juros



Fontes: BM&FBOVESPA e Banco Central

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

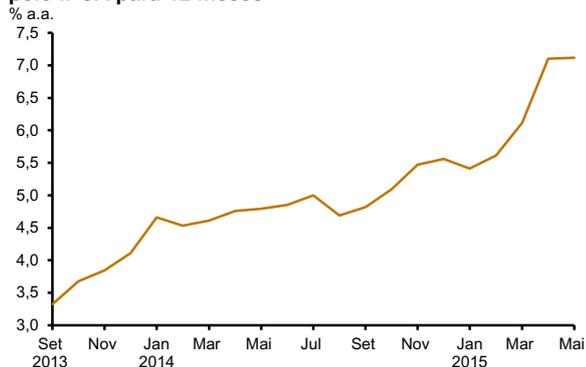
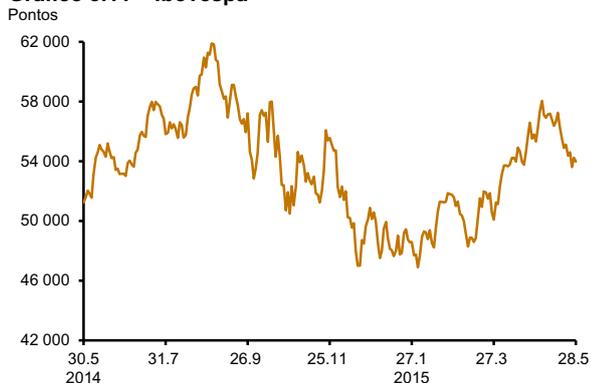
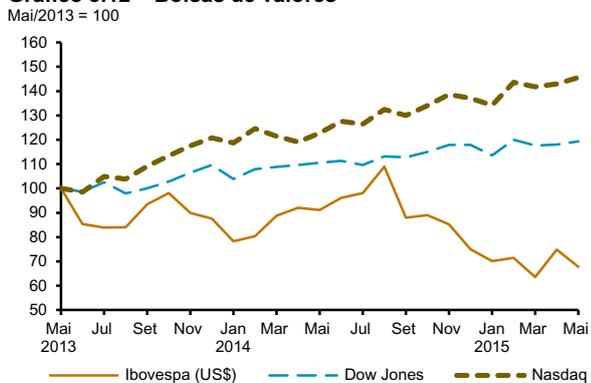


Gráfico 3.11 – Ibovespa



Fonte: BM&FBOVESPA

Gráfico 3.12 – Bolsas de valores



Fontes: BM&FBOVESPA, Dow Jones e Nasdaq

Taxas de juros reais e expectativas de mercado

A curva de juros futuros seguiu evidenciando, em maio, a expectativa de mercado de elevação da taxa básica de juros. Ressalte-se, no entanto, que a diferença entre as taxas dos contratos de *swap* Depósito Interfinanceiro (DI) x pré de 30 dias (13,5% a.a.) e de um ano (13,8% a.a.) recuou 0,3 p.p. em relação a fevereiro, movimento que sugere expectativas de desaceleração na trajetória de ajuste da taxa básica de juros.

A expectativa do mercado para a variação do IPCA para os próximos doze meses atingiu 6,1% em maio. Considerando a meta de 13,75% a.a. para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), projeta-se taxa real de juros de 7,2% a.a. para os próximos doze meses, ante 5% a.a. em fevereiro.

Mercado de capitais

O Índice Bovespa (Ibovespa) registrou 52.760 pontos ao final de maio (51.583 pontos ao final de fevereiro). O volume médio mensal negociado aumentou 1,2% entre fevereiro e maio, para R\$7,2 bilhões, e o valor de mercado das empresas listadas no Ibovespa cresceu 2,7%, para R\$1,9 trilhão, no período. A rentabilidade do Ibovespa, avaliada em dólares, situou-se em -7,4% no trimestre e -11,8% no ano, ante ganhos anuais respectivos de 1% e 7% apresentados pelos indicadores Dow Jones e Nasdaq.

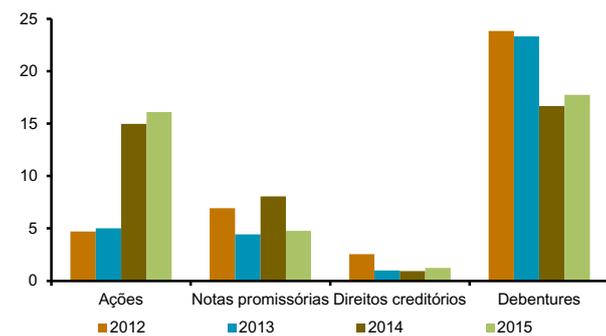
As emissões de ações, debêntures, notas promissórias e colocação de recebíveis de direitos creditórios, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somaram R\$39,9 bilhões nos quatro primeiros meses de 2015, ante R\$40,7 bilhões em igual período de 2014. Deste total, R\$16,1 bilhões são referentes à renda variável e R\$23,8 bilhões à renda fixa, destacando-se, na última modalidade, as emissões de R\$17,8 bilhões de debêntures.

3.3 Política fiscal

A programação orçamentária e financeira do Governo Federal para o exercício de 2015, divulgada em maio, manteve inalterada a meta de superávit primário em R\$55,3 bilhões. As estimativas para as receitas líquidas do Tesouro Nacional diminuíram em R\$65,1 bilhões e as relativas

Gráfico 3.13 – Emissões primárias no mercado de capitais

R\$ bilhões – Acumulado até abril



Fontes: CVM e ANBIMA

às despesas obrigatórias aumentaram R\$5,8 bilhões, em relação ao projetado na Lei Orçamentária Anual (LOA) 2015, implicando contingenciamento de R\$70,9 bilhões nas despesas discricionárias.

Ressalte-se que o contingenciamento mencionado foi realizado seletivamente, preservando investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e recursos para a área social, em especial os associados às áreas de saúde e educação, e a ações do Plano Brasil Sem Miséria.

O Senado Federal concluiu, em maio, o processo de votação de três medidas provisórias integrantes do ajuste fiscal proposto pelo Governo Federal. As medidas alteram regras de concessão de seguro-desemprego, abono salarial, auxílio-doença e pensão por morte; e elevam alíquotas do PIS/Cofins incidentes sobre importações. Ainda no contexto do ajuste fiscal em curso, encontram-se em apreciação pelo Congresso Nacional a Medida Provisória nº 675, de 21 de maio de 2015, que elevou, de 15% para 20%, a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido das instituições financeiras; e o Projeto de Lei que aumenta as alíquotas da contribuição social sobre o faturamento.

A Resolução nº 2/2015, aprovada pelo Senado Federal também em maio, flexibilizou, em caráter de excepcionalidade, as normas sobre as operações de crédito interno e externo dos estados e municípios. Os entes da federação que, nos exercícios de 2013 e 2014, sofreram perdas de arrecadação relacionadas às atividades exploração de petróleo, gás natural, recursos minerais e recursos hídricos (para geração de energia elétrica) poderão contratar operações financeiras no limite das perdas, dando como garantia *royalties* a serem recebidos, sem se sujeitar aos limites de endividamento previstos na Resolução nº 43/2001.

O Congresso Nacional aprovou a Emenda Constitucional nº 87, de 16 de abril de 2015, dispondo sobre a cobrança e destinação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) gerado pelo comércio eletrônico. Será adotada a alíquota interestadual e caberá ao estado de localização do destinatário o imposto correspondente à diferença entre a alíquota interna do estado destinatário e a alíquota interestadual. A apropriação desses recursos, pelos estados de destino, ocorrerá gradativamente e alcançará a totalidade no exercício de 2019.

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

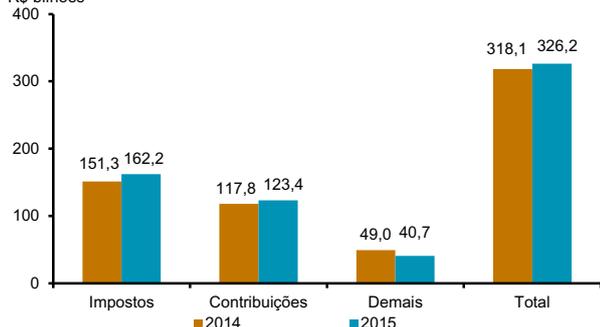
Acumulado em 12 meses

Segmento	2013		2014		Abr 2015	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	-75,3	-1,5	20,5	0,4	34,1	0,6
Governos regionais	-16,3	-0,3	7,8	0,1	4,1	0,1
Empresas estatais	0,3	0,0	4,3	0,1	4,3	0,1
Total	-91,3	-1,8	32,5	0,6	42,6	0,8

Gráfico 3.14 – Receita bruta do Tesouro Nacional

Acumulado até abril

R\$ bilhões



Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.5 – Despesas do Tesouro Nacional

Janeiro-abril

Discriminação	2014		2015	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Total	197 160	11,1	207 555	11,1
Pessoal e encargos sociais	68 661	3,9	72 801	3,9
Custeio e capital	127 518	7,2	134 093	7,1
FAT	13 276	0,7	14 732	0,8
Subsídio e subvenções	3 394	0,2	6 480	0,3
Loas/RMV	12 092	0,7	14 053	0,7
Investimento	27 354	1,5	19 318	1,0
Outras	71 402	4,0	79 510	4,2
Transferências ao Bacen	981	0,1	661	0,0

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Tabela 3.6 – Resultado primário da Previdência Social

Janeiro-abril

Discriminação	R\$ bilhões		
	2014	2015	Var. %
Arrecadação bruta	115,4	124,8	8,2
Restituição/devolução	-0,4	-0,4	-18,5
Transferência a terceiros	-13,3	-14,1	6,2
Arrecadação líquida	101,7	110,4	8,6
Benefícios previdenciários	116,5	131,6	13,0
Resultado primário	-14,8	-21,2	43,2
Arrecadação líquida/PIB	5,7%	5,9%	
Benefícios/PIB	6,5%	7,0%	
Resultado primário/PIB	-0,8%	-1,1%	

Fonte: Ministério da Fazenda/STN

Necessidades de financiamento do setor público

O setor público registrou *superavit* primário de R\$32,4 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015 (R\$42,5 bilhões no mesmo período de 2014), reflexo de resultados positivos do Governo Central (R\$15,5 bilhões) e dos governos regionais (R\$17,2 bilhões), e de *deficit* de R\$273 milhões na esfera das empresas estatais. O setor público apresentou *deficit* primário de R\$42,6 bilhões (0,76% do PIB) no intervalo de doze meses até abril (0,59% do PIB em 2014).

A receita bruta do Governo Federal totalizou R\$326,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015, aumentando 2,5% em relação a igual período de 2014. Destacaram-se os crescimentos de 13,1% na arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte, reflexo do aumento da massa salarial; e de 4,8% na Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), em função de alterações nas alíquotas incidentes sobre gasolina e diesel e no recolhimento extraordinário em fevereiro. Em sentido oposto, ênfase para os recuos de 72,9% nas receitas de dividendos e de 34,2% na cota parte de compensações financeiras, esse impactado, em parte, pela redução do preço do petróleo.

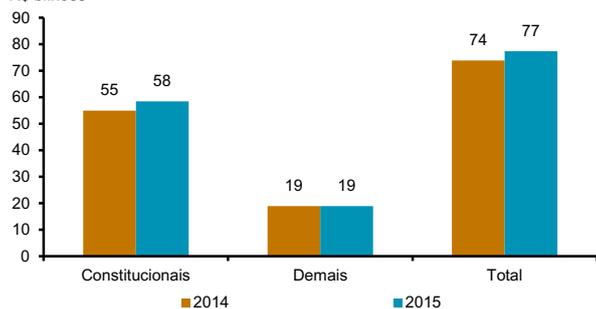
As despesas do Tesouro Nacional totalizaram R\$207,6 bilhões no quadrimestre, elevando-se 5,3% em relação a igual período de 2014. Ocorreram aumentos de 6,0% nos gastos com pessoal e encargos e de 5,2% nos relativos a custeio e capital, destacando-se, na segunda modalidade, os crescimentos de 90,9% nos pagamentos de subsídios e subvenções, influenciado pela elevação de R\$2,1 bilhões das despesas com o Programa de Sustentação do Investimento (PSI); e de 78,3% na compensação ao Fundo do Regime Geral de Previdência Social, impactado pela desoneração da folha de pagamentos. As despesas com o PAC recuaram 33,2% no período.

A Previdência Social registrou *deficit* de R\$21,2 bilhões nos quatro primeiros meses de 2015. O crescimento do *deficit*, de 43,2% em relação ao mesmo período de 2014, refletiu aumentos de 13,0% nas despesas com benefícios, decorrente de elevações de 8,0% no valor médio e de 3,1% na quantidade dos benefícios; e de 8,6% nas receitas líquidas, consequência de crescimentos nas compensações do Regime Geral de Previdência Social e na massa salarial.

As receitas e as despesas do Governo Central (Tesouro Nacional, Previdência Social e Banco Central) aumentaram

Gráfico 3.15 – Transferências para estados e municípios

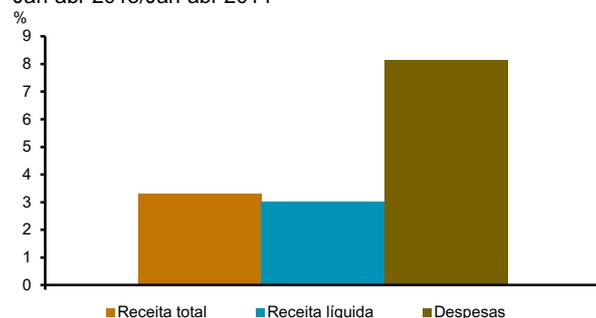
Acumulado Jan-abr
R\$ bilhões



Fonte: MF/STN

Gráfico 3.16 – Crescimento das receitas e despesas do Governo Central

Jan-abr 2015/Jan-abr 2014



Fonte: MF/STN

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

% PIB

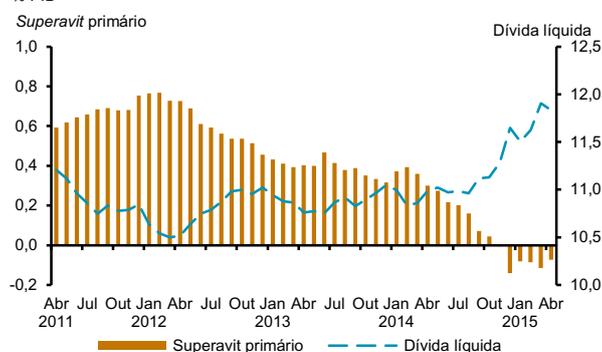
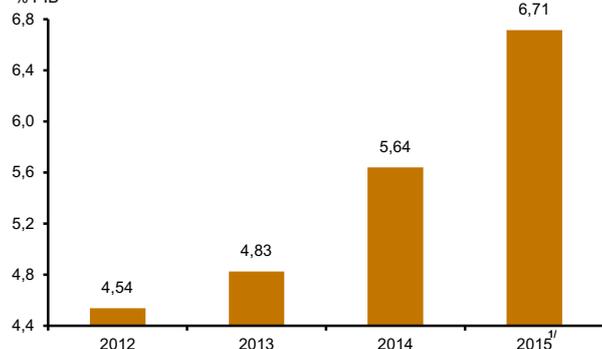


Gráfico 3.18 – Juros nominais apropriados

% PIB



1/ Acumulado em doze meses até abril.

3,3% e 8,1%, respectivamente, no primeiro quadrimestre de 2015, em relação a igual período de 2014.

As transferências para os governos regionais somaram R\$77,4 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015, elevando-se 4,7% em relação ao mesmo período de 2014. Destacaram-se, no período, os aumentos nas transferências relativas ao Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (Fundeb) e ao salário educação, e a redução nas transferências para auxílio financeiro aos governos regionais (Medida Provisória nº 629/2013), influenciada pelo atraso na aprovação da Lei Orçamentária Anual de 2015.

Os estados e municípios apresentaram *superavit* primário de R\$17,2 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015, ante R\$13,5 bilhões em igual período de 2014. As arrecadações do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), principal tributo regional, e do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), atingiram R\$97,7 bilhões e R\$17,5 bilhões, respectivamente, de janeiro a março, elevando-se, na ordem, 4,2% e 3,2% em relação a igual período de 2014.

As empresas estatais registraram *deficit* primário de R\$273 milhões nos quatro primeiros meses do ano, ante *deficit* de R\$198 milhões no mesmo período de 2014. As empresas estatais federais apresentaram *deficit* de R\$1,3 bilhão e as empresas estatais regionais, *superavit* de R\$992 milhões.

Os juros nominais, apropriados por competência, atingiram R\$146,1 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015, ante R\$80,2 bilhões no mesmo período de 2014. Essa trajetória refletiu, em especial, as elevações da taxa Selic e da variação do IPCA, indexadores de parcela significativa do endividamento líquido; e o resultado desfavorável de R\$19,2 bilhões nas operações de *swap* cambial, que haviam gerado ganhos de R\$14,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2014.

O *deficit* nominal do setor público, que incorpora o resultado primário e os juros nominais apropriados, atingiu R\$113,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2015 (*deficit* de R\$37,6 bilhões em igual período de 2014). O financiamento do *deficit* ocorreu mediante expansão da dívida mobiliária, neutralizada, em parte, pelas reduções da dívida bancária líquida, do financiamento externo líquido e das demais fontes de financiamento interno, que incluem a base monetária.

Tabela 3.7 – Necessidades de financiamento do setor público

Discriminação	2013		2014		Abr 2015 ^{1/}	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
	bilhões		bilhões		bilhões	
Usos	157,5	3,1	343,9	6,2	419,9	7,5
Primário	-91,3	-1,8	32,5	0,6	42,6	0,8
Juros	248,9	4,8	311,4	5,6	377,3	6,7
Fontes	157,5	3,1	343,9	6,2	419,9	7,5
Financiamento interno	179,1	3,5	334,9	6,1	417,3	7,4
Dívida mobiliária	113,8	2,2	434,3	7,9	512,9	9,1
Dívida bancária	45,7	0,9	-118,7	-2,2	-113,3	-2,0
Outros	19,6	0,4	19,3	0,3	17,8	0,3
Financiamento externo	-21,6	-0,4	9,0	0,2	2,6	0,0

1/ Acumulado em 12 meses.

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

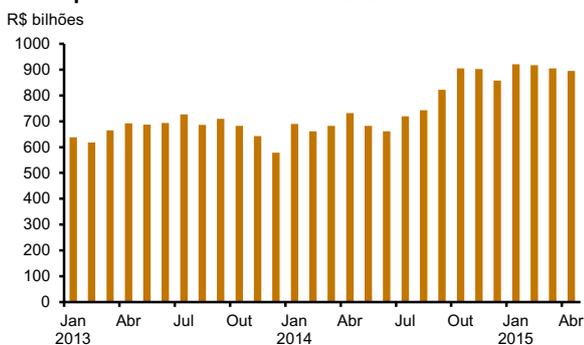


Gráfico 3.20 – Operações compromissadas do Banco Central – Volume por prazo – Média dos saldos diários

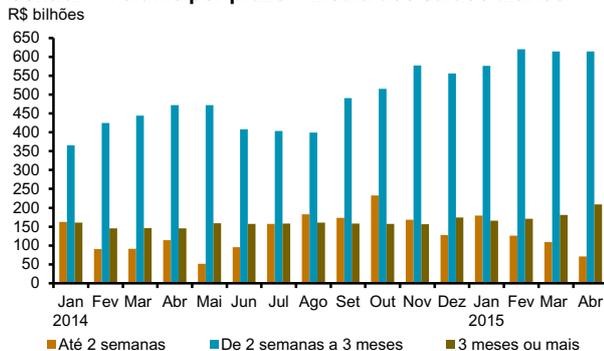
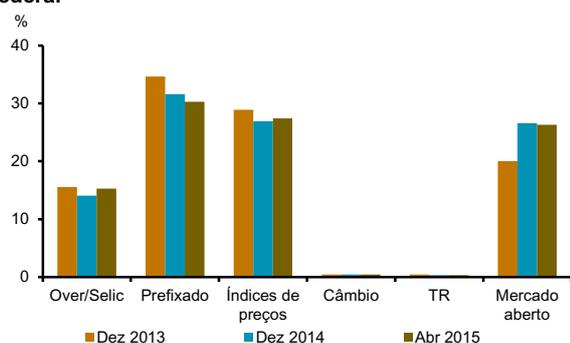


Gráfico 3.21 – Composição da dívida mobiliária federal^{1/}



1/ Não inclui swap.

Operações do Banco Central no mercado aberto

As operações primárias do Tesouro Nacional com títulos públicos federais resultaram em emissões líquidas de R\$110 bilhões no trimestre encerrado em abril, resultado de colocações de R\$312,3 bilhões e resgates de R\$202,3 bilhões. As operações de trocas totalizaram R\$4,5 bilhões, todas com Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B).

O saldo médio diário das operações de financiamento e de *go around* realizadas pelo Banco Central totalizou R\$894,6 bilhões em abril, recuando 2,9% em relação à janeiro. Ocorreram elevações nas operações com prazos de duas semanas a três meses, de R\$576,2 bilhões para R\$614,6 bilhões, e de três a sete meses, de R\$165,4 bilhões para R\$208,9 bilhões; e redução, de R\$179,3 bilhões para R\$71,2 bilhões, nas operações de curtíssimo prazo.

Dívida mobiliária federal

A dívida mobiliária federal interna, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$2.333,8 bilhões em abril (41,5% do PIB), elevando-se 2,97 p.p. do PIB em relação a janeiro e 4,57 p.p. do PIB em doze meses. A expansão trimestral refletiu emissões líquidas de R\$111 bilhões no mercado primário, incorporação de juros nominais de R\$83,2 bilhões, e o impacto de R\$1,7 bilhão decorrente da depreciação cambial de 12,5%, no período.

As participações, no total da dívida mobiliária federal, dos títulos indexados à taxa Selic e a índices de preços e dos títulos prefixados atingiram 15,3%, 27,4% e 30,3%, respectivamente, em abril, elevando-se 0,9 p.p., 0,6 p.p. e 1,9 p.p. em relação a janeiro. A representatividade das operações de mercado aberto atingiu 26,3%, recuando 3,4 p.p. no período. A participação dos títulos atrelados à taxa de câmbio permaneceu estável.

O cronograma de amortização da dívida mobiliária federal interna em mercado, exceto operações de financiamento, apresentava a seguinte estrutura de vencimentos ao final de abril: 12,0% do total em 2015; 16,3% em 2016; e 71,7% a partir de janeiro de 2017. Os títulos vencidos em doze meses representaram 20,2% do total da dívida mobiliária em mercado e o prazo médio de vencimento da dívida atingiu 54,5 meses, ante 22,9% e 53,5 meses, respectivamente, em janeiro.

Gráfico 3.22 – Perfil de vencimentos da dívida mobiliária

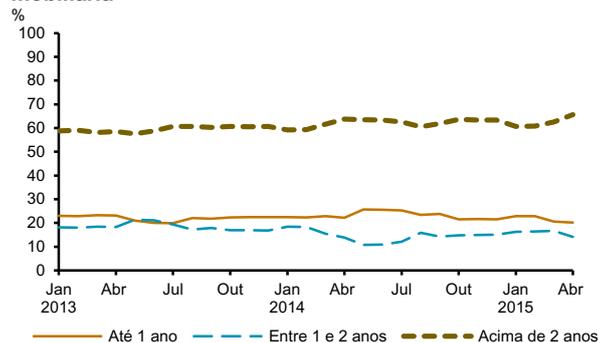


Tabela 3.8 – Evolução da dívida líquida

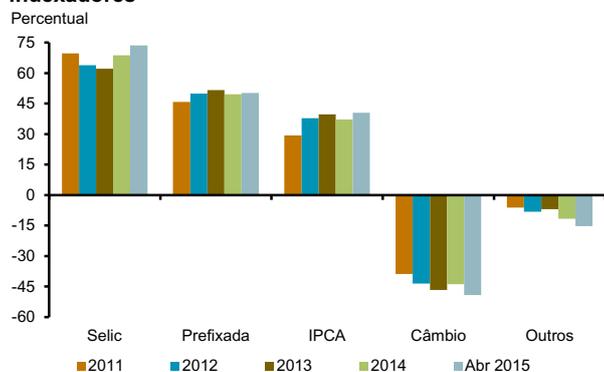
Fatores condicionantes

Discriminação	2013		2014		Abr 2015	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Dívida líquida total – Saldo	1 626 335	31,5	1 883 147	34,1	1 897 703	33,8
Fluxos acumulados no ano						
Varição DLSP	76 252	-1,4	256 812	2,6	14 556	-0,3
Fatores	76 252	1,5	256 812	4,7	14 556	0,3
NFSP	157 550	3,1	343 916	6,2	113 613	2,0
Primário	-91 306	-1,8	32 536	0,6	-32 448	-0,6
Juros	248 856	4,8	311 380	5,6	146 060	2,6
Ajuste cambial	-95 923	-1,9	-96 075	-1,7	-102 599	-1,8
Dívida interna ^{1/}	-4 643	-0,1	-2 835	-0,1	-3 230	-0,1
Dívida externa	-91 280	-1,8	-93 239	-1,7	-99 369	-1,8
Outros ^{2/}	17 600	0,3	12 481	0,2	4 620	0,1
Reconhecimento de dívidas	-2 427	0,0	-3 511	-0,1	-1 077	0,0
Privatizações	-547	0,0	0	0,0	0	0,0
Efeito crescimento PIB		-2,8		-2,1		-0,6

1/ Dívida mobiliária interna indexada ao dólar.

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

Gráfico 3.23 – DLSP – Participação percentual por indexadores



O estoque líquido das operações de *swap* cambial atingiu R\$342,4 bilhões em abril. O resultado obtido no trimestre (diferença entre a rentabilidade do DI e a variação cambial mais cupom) foi desfavorável ao Banco Central em R\$30 bilhões, no conceito caixa.

Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) somou R\$1.897,7 bilhões em abril de 2015 (33,8% do PIB), reduzindo-se 0,3 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014. Houve recuo de 0,6 p.p. na esfera do Governo Central e aumentos respectivos de 0,2 p.p. e 0,04 p.p. nas esferas dos governos regionais e das empresas estatais.

A evolução anual da relação DLSP/PIB refletiu as contribuições do *superavit* primário (-0,6 p.p.), do crescimento do PIB corrente (-0,6 p.p.), da depreciação cambial de 12,7% no período (-1,8 p.p), da apropriação de juros nominais (2,6 p.p.), e do ajuste de paridade da cesta de moedas que compõem a dívida externa líquida (0,1 p.p.).

As principais alterações na composição da DLSP no primeiro quadrimestre do ano ocorreram nas parcelas vinculadas à taxa Selic (4,9 p.p.), à índices de preços (3,4 p.p.) e credora vinculada ao câmbio (-5,3 p.p.). A taxa de juros implícita da DLSP, acumulada em doze meses, atingiu 22,9% em abril (19,3% em dezembro de 2014).

A Dívida Bruta do Governo Geral (Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social – INSS, governos estaduais e governos municipais) somou R\$3.468,1 bilhões (61,7% do PIB) em abril de 2015, elevando-se 2,8 p.p. do PIB em relação a dezembro de 2014.

3.4 Conclusão

As operações de crédito do sistema financeiro, contratadas nos segmentos de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, mantiveram-se em desaceleração no trimestre encerrado em maio. Em consonância com o quadro restritivo no âmbito da política monetária, as taxas de juros e os *spreads* aumentaram no trimestre encerrado em maio.

No setor fiscal, o atual processo de ajuste, ratificado por medidas recentes de contingenciamento de despesas discricionárias

e restabelecimento de alíquotas de determinados tributos, contribuirá para a melhor dinâmica das contas públicas nos próximos meses. O comprometimento com o atingimento das metas anunciadas de *superavit* primário em 2015 e nos anos seguintes, além de permitir a retomada gradual da trajetória benigna dos indicadores de endividamento do setor público, constitui instrumento relevante para o fortalecimento de um ambiente macroeconômico mais favorável, a retomada da confiança e o crescimento no médio prazo.

A economia global segue em processo de recuperação gradativo e desigual. Nos Estados Unidos da América (EUA), onde a atividade econômica apresentou recuperação importante nos últimos anos, fatores transitórios contribuíram para desaceleração do PIB no primeiro trimestre de 2015. Em sentido inverso, na Europa e no Japão, onde o ritmo de crescimento econômico tem se mantido inferior ao projetado no período recente, observaram-se indicações de aceleração da atividade, no período. A percepção de que os EUA se encontram em momento distinto do ciclo econômico relativamente à Área do Euro e ao Japão tem condicionado a condução das respectivas políticas monetárias. Nesse cenário, enquanto é feito um esforço de comunicação para orientar as expectativas de mercado quanto à uma normalização gradual da política monetária nos EUA, as autoridades monetárias da Área do Euro e Japão sinalizam a continuidade de seus programas de relaxamento monetário no médio prazo.

A aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais manteve-se em patamar reduzido ao longo do trimestre encerrado em maio. Ressalte-se, no entanto, a ocorrência de episódios de aumento de volatilidade nos mercados de bônus soberanos, em especial da Área do Euro, em cenário de busca por maiores rendimentos e qualidade, diante de algumas incertezas em relação aos rumos da política econômica de alguns países do bloco, com reflexos pontuais nos mercados acionários e cambiais.

4.1 Atividade econômica

A taxa de crescimento trimestral anualizada do PIB dos EUA atingiu -0,7% no primeiro trimestre de 2015, ante 2,2% quarto trimestre de 2014, desaceleração associada, por um lado, ao aumento do vazamento no setor externo, em cenário de valorização do dólar e, por outro, a fatores de caráter transitório (inverno rigoroso e greve nos portos). No âmbito da demanda interna, destacou-se a contribuição de 1,2 p.p. do consumo das famílias (3,0 p.p. no trimestre anterior),

Tabela 4.1 – Maiores economiasComponentes do PIB^{1/}

Discriminação	Variação % anualizada						
	2013		2014		2015		
	III	IV	I	II	III	IV	I
PIB							
Estados Unidos	4,5	3,5	-2,1	4,6	5,0	2,2	-0,7
Área do Euro	0,7	1,1	0,9	0,4	0,7	1,4	1,5
Reino Unido	2,9	1,6	3,6	3,4	2,5	2,5	1,2
Japão	2,0	-0,9	4,4	-6,8	-2,0	1,3	3,9
China	9,5	7,4	6,6	8,2	7,8	6,1	5,3
Consumo das famílias							
Estados Unidos	2,0	3,7	1,2	2,5	3,2	4,4	1,8
Área do Euro	1,0	0,0	1,1	1,1	2,0	1,8	1,9
Reino Unido	2,2	1,3	3,2	2,2	4,2	1,8	2,3
Japão	1,4	-0,6	8,7	-19,0	1,4	1,5	1,5
Formação Bruta de Capital Fixo das empresas							
Estados Unidos	5,5	10,4	1,6	9,7	8,9	4,7	-2,8
Área do Euro ^{2/}	2,9	2,0	1,9	-2,0	0,6	1,6	3,1
Reino Unido ^{2/}	11,2	9,5	13,2	3,0	7,1	-2,4	6,1
Japão	3,4	6,2	21,9	-17,9	0,3	1,0	11,0
Investimento residencial							
Estados Unidos	11,2	-8,5	-5,3	8,8	3,2	3,8	5,0
Área do Euro ^{3/}	4,0	-1,1	3,8	-9,1	n.d.	n.d.	n.d.
Reino Unido	6,8	2,1	19,2	5,9	9,5	-5,4	6,6
Japão	19,8	12,3	8,4	-36,6	-23,3	-2,5	7,0
Exportações de bens e serviços							
Estados Unidos	5,1	10,0	-9,2	11,1	4,5	4,5	-7,6
Área do Euro	1,9	3,2	2,0	5,5	5,8	3,1	2,4
Reino Unido	-12,9	-5,2	7,0	-2,6	-0,5	19,9	-1,2
Japão	-1,5	0,3	26,8	-0,2	6,5	13,5	9,9
Importações de bens e serviços							
Estados Unidos	0,6	1,3	2,2	11,3	-0,9	10,4	5,6
Área do Euro	6,6	0,8	2,7	5,2	7,1	3,3	4,9
Reino Unido	7,6	-5,5	5,0	-4,8	5,7	6,6	9,5
Japão	7,6	13,2	29,3	-19,3	4,3	5,9	12,2
Gastos do Governo							
Estados Unidos	0,2	-3,8	-0,8	1,7	4,4	-1,9	-1,1
Área do Euro ^{4/}	0,8	0,2	0,6	0,9	0,8	0,6	2,2
Reino Unido ^{4/}	2,0	-0,3	0,9	6,8	1,9	-0,9	2,3
Japão	3,0	0,8	-1,5	1,7	1,8	0,6	-0,9

Fontes: Thomson, Bloomberg, BEA, Cabinet Office, ONS e Eurostat

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

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

3/ Formação Bruta de Capital Fixo.

4/ Somente consumo do governo.

enquanto que os investimentos fixos não residenciais e o consumo do governo subtraíram, pela ordem, 0,4 p.p. e 0,2 p.p. do produto. Do lado externo, as exportações líquidas contribuíram negativamente com 1,9 p.p. do produto, após subtraírem 1,0 p.p. do PIB no último trimestre de 2014. Ressalte-se que apesar do desempenho na margem, a perspectiva para o crescimento do PIB neste ano, segue favorável, atingindo 3,1%, segundo a última divulgação do *World Economic Outlook* (WEO)¹² (ante crescimento estimado de 2,4% em 2014).

A produção industrial dos EUA apresentou recuo mensal de 0,3% em abril (aumento anual de 1,9%), reflexo de estabilidade na produção da indústria manufatureira e de retração de 0,8% na da indústria extrativa, impactada pela redução na produção de óleo e gás. Em maio, o PMI do setor manufatureiro atingiu 52,8 pontos (51,5 pontos em abril), com destaque para o aumento de 2,3 pontos no índice de encomendas, que atingiu 55,8 pontos, maior patamar no ano. O índice de confiança do consumidor, divulgado pelo *Conference Board*, atingiu 95,4 pontos em maio, quarto melhor resultado desde setembro de 2007.

O mercado de trabalho dos EUA gerou 620 mil de postos de trabalho no trimestre encerrado em maio (796 mil no finalizado em fevereiro e 791 mil no encerrado em maio de 2014). A taxa de desemprego atingiu 5,5% em maio (5,5% em fevereiro e 6,3% em maio de 2014).

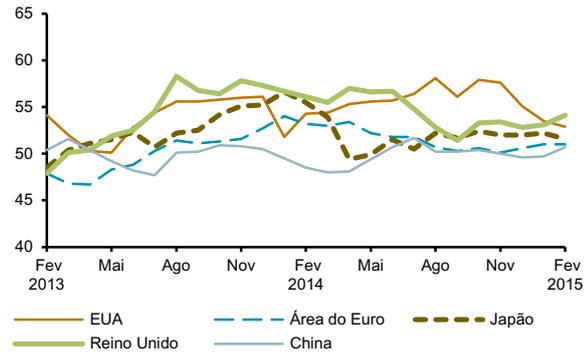
As variações anualizadas dos gastos pessoais com consumo e da renda pessoal disponível real nos EUA atingiram 1,2% e 3,6%, respectivamente, no trimestre encerrado em abril, período em que a taxa de poupança das famílias situou-se em 5,5%.

Na Área do Euro, a variação anualizada do PIB atingiu 1,5% no primeiro trimestre de 2015 (1,4% no quarto trimestre de 2014), destacando-se a primeira expansão conjunta das quatro maiores economias do bloco desde o terceiro trimestre de 2010: Alemanha (1,1%), França (2,2%), Espanha (3,8%) e Itália (1,2%). Em abril, a taxa de desemprego recuou para 11,1%, menor patamar desde o primeiro trimestre de 2012; e as vendas no varejo cresceram 0,7% em relação a março. Em maio, o PMI composto e o índice de confiança dos consumidores recuaram 0,3 ponto e 0,9 ponto, respectivamente, em relação a abril, atingindo, na ordem, 53,6 pontos e -5,5 pontos. Ressalte-se que esses indicadores seguem em patamar superior ao observado no passado recente, sinalizando, portanto, perspectiva mais favorável

12/ Publicação do Fundo Monetário Internacional (FMI), referente a abril deste ano.

Gráfico 4.1 – PMI manufatura

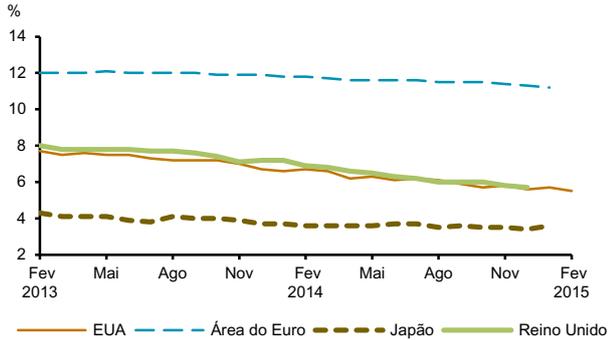
Maiores economias



Fonte: Thomson

Gráfico 4.2 – Evolução das taxas de desemprego

Maiores economias desenvolvidas



Fonte: Bloomberg

para a economia do bloco. O WEO projeta crescimento do PIB da Área do Euro em 1,5% para 2015 (ante a expansão de 0,9% em 2014)

A variação anualizada do PIB do Reino Unido atingiu 1,2% no primeiro trimestre de 2015 (2,5% no quarto de 2014), destacando-se, no âmbito da oferta, a expansão de 1,5% do setor de serviços. A taxa de desemprego atingiu 5,5% no trimestre encerrado em março (5,7% no terminado em dezembro de 2014) e o PMI composto totalizou 55,8 pontos em maio (58,4 pontos em abril).

No Japão, o crescimento anualizado do PIB atingiu 3,9% no primeiro trimestre de 2015 (1,3% no último trimestre de 2014). Destacaram-se, no âmbito da demanda interna, as contribuições do consumo das famílias (0,9 p.p.) e da variação de estoques (2,2 p.p.). O impacto do setor externo, mesmo em ambiente de depreciação do iene, atingiu -0,7 p.p., reflexo de aumentos de 12,2% nas importações e de 9,9% nas exportações. Em abril, a produção industrial e as vendas no varejo registraram aumentos mensais respectivos de 1,2% e 0,3%. O PMI composto de maio atingiu 51,6 pontos (50,7 pontos em abril). A divulgação WEO de abril de 2015 projeta crescimento do PIB do Japão em 1,0% para 2015 (retração de 0,1% em 2014).

Na China, a variação anualizada do PIB atingiu 5,3% no primeiro trimestre de 2015, ante 6,1% no quarto trimestre de 2014. Considerando variações anuais, o PIB chinês cresceu 7,0% e 7,3%, respectivamente, nos trimestres mencionados. Em abril, as taxas de crescimento dos investimentos em ativos fixos, das vendas no varejo e da produção industrial situaram-se em 12,0%, 10,0% e 5,9%, respectivamente (13,5%, 10,2% e 5,6%¹³ em março); e o *superavit* da balança comercial somou US\$34 bilhões (média de US\$41 bilhões no primeiro trimestre do ano). Em maio, o PMI composto atingiu 51,2 pontos (51,3 pontos em abril).

4.2 Política monetária e inflação

A inflação anual ao consumidor nos EUA, medida pelo IPC, atingiu -0,2% em abril, quarta variação mensal negativa em sequência. Os preços da energia recuaram 19,4% e os dos alimentos aumentaram 2,0%. A variação anual do núcleo da inflação, que exclui energia e alimentos, atingiu 1,8%, no período.

13/ Vendas no varejo e produção industrial medidas pela variação interanual, enquanto os dados de investimentos em ativos fixos refletem a variação acumulada no ano contra igual período do ano anterior.

Gráfico 4.3 – Inflação ao consumidor

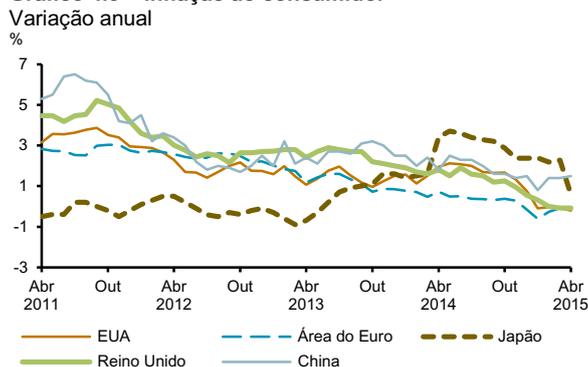


Gráfico 4.4 – Preços de energia

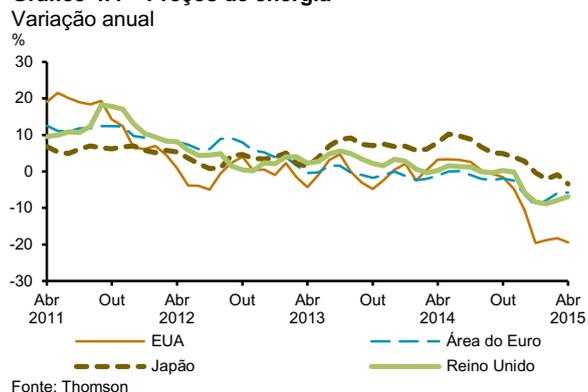
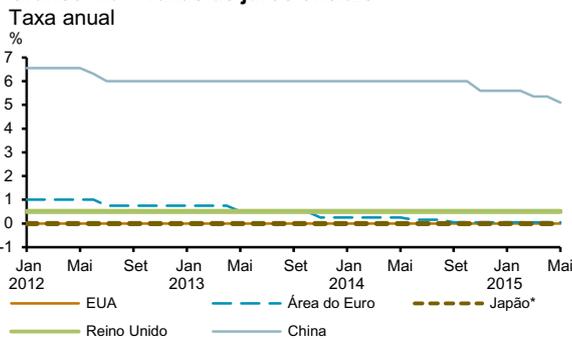


Gráfico 4.5 – Taxas de juros oficiais



O Comitê de Mercado Aberto do *Federal Reserve* (FOMC) manteve, nas reuniões de março e abril, o intervalo da meta para a taxa dos *fed funds* entre 0% a.a. e 0,25% a.a. Na reunião de março, o FOMC suprimiu a orientação prospectiva (*forward guidance*) que anunciava que o Comitê deveria manter-se “paciente” ao decidir sobre o início da normalização da postura da política monetária e afirmou, alternativamente, que não considerava apropriado subir a taxa de juros até que observasse melhoras adicionais no mercado de trabalho e que estivesse razoavelmente confiante do retorno da inflação à meta de 2,0% no médio prazo. Essa nova diretriz foi mantida na reunião de abril.

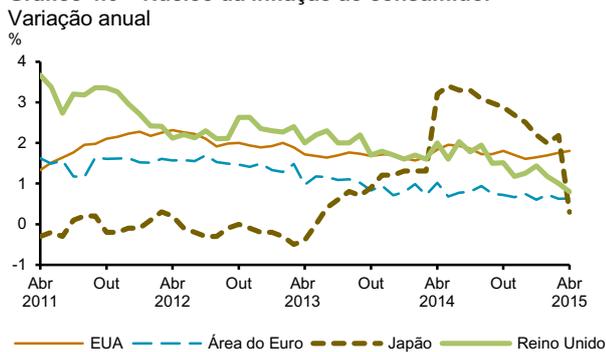
Na Área do Euro, a variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado (IPCH) atingiu 0,3% em maio, após cinco meses sucessivos sem variação positiva. Os preços da energia recuaram 4,8% e os dos alimentos (inclusive bebidas alcoólicas e fumo) aumentaram 1,1%. A variação anual do núcleo do IPCH – que exclui energia e alimentos, bebidas alcoólicas e fumo – situou-se em 0,9% em maio (0,7% em fevereiro).

O Conselho de Governadores do Banco Central Europeu (BCE) manteve as taxas das principais operações refinanciamento (*main refinancing operations*), de depósito (*deposit facility*) e de empréstimo marginal (*marginal lending facility*) nas mínimas históricas respectivas de 0,05% a.a., -0,20% a.a. e 0,30% a.a. Conforme previamente anunciado, o Programa de Compras de Ativos do Setor Público (PSPP) se iniciou em 9 de março, com compras médias diárias de títulos em torno de €3,2 bilhões. Em relação ao Programa Total (títulos públicos e privados) de Compras de Ativos (APP), o volume previsto de compras mensais de €60 bilhões foi alcançado em março, mês de implementação do programa¹⁴. O Conselho reafirmou a intenção de conduzir as compras de ativos até que se constate ajustamento na trajetória da inflação consistente com a meta de 2% a.a. no médio prazo.

No Reino Unido, a variação anual do IPC atingiu -0,1% em abril, primeira deflação de preços ao consumidor em doze meses desde o início da série histórica, em 1996. Ocorreram reduções dos preços de energia (7,0%) e alimentos (3,0%). A variação anual do núcleo do IPC, que exclui energia, alimentos, bebidas alcoólicas e fumo, atingiu 0,8% em abril (1,4% em janeiro).

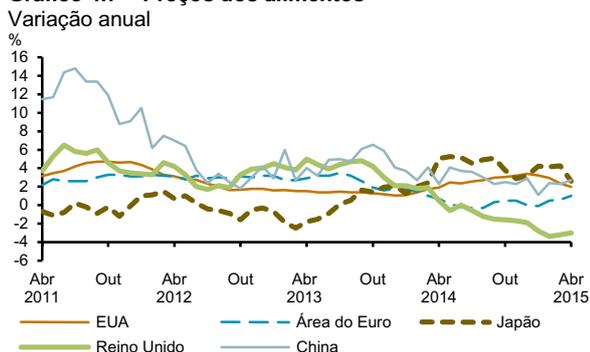
14/ As compras de títulos – com grau de investimento e denominação em euro – emitidos por governos e agências da Área do Euro e por instituições europeias serão realizadas pelo Sistema Euro (Euro System) no mercado secundário. As compras de títulos emitidos por governos e agências da Área do Euro serão feitas em proporção à participação dos bancos centrais nacionais no capital do BCE. Critérios de elegibilidade adicionais serão aplicados no caso de países com programa de ajustamento com a União Europeia (UE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI). As compras de títulos de instituições europeias ficarão a cargo dos bancos centrais nacionais e corresponderão a 12% das compras adicionais de ativos, estando sujeitas a compartilhamento de risco. O BCE se responsabilizará por 8% das compras adicionais de ativos. Desse modo, 20% das compras adicionais de ativos estarão sujeitas a compartilhamento de risco.

Gráfico 4.6 – Núcleo da inflação ao consumidor



Fontes: BLS, Eurostat, Bloomberg e ONS

Gráfico 4.7 – Preços dos alimentos^{1/}



Fonte: Thomson

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

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

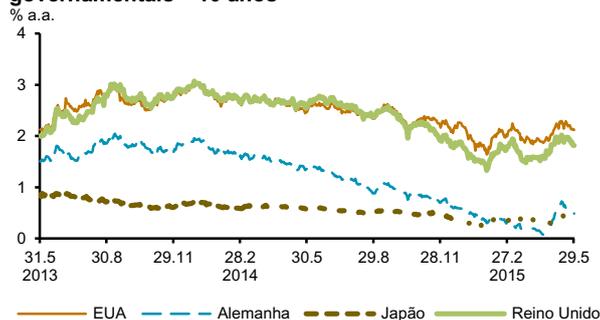
No Japão, a variação anual do IPC desacelerou para 0,6% em abril (2,4% em janeiro), com os preços dos alimentos variando 2,6% e os da energia, -3,4%. A variação anual do núcleo do IPC, que exclui apenas alimentos *in natura* atingiu 0,3% em abril (2,2% em janeiro).

O Comitê de Política Monetária do Banco do Japão (BoJ) manteve, no âmbito do programa de relaxamento monetário quantitativo e qualitativo, as diretrizes para operações do mercado monetário, que preveem expansão anual tanto da base monetária quanto do saldo dos bônus do governo japonês (JGB) em carteira em aproximadamente ¥80 trilhões, e extensão da maturidade média remanescente desses títulos para 7 a 10 anos. Adicionalmente, o BoJ ratificou que deve conduzir as compras de cotas de “fundos de índices” (*exchange-traded funds – ETF*) e de fundos de investimento imobiliário (*Japan real estate investment trusts – J-REIT*) para aumentar seus saldos em cerca de ¥3 trilhões e ¥90 bilhões, respectivamente, por ano. Os saldos de *commercial papers* e bônus corporativos serão mantidos, na ordem, em torno de ¥2,2 trilhões e ¥3,2 trilhões.

Na China, a inflação anual ao consumidor atingiu 1,5% em abril (0,8% em janeiro), com destaque para as variações respectivas de 2,7% e -2,0% nos preços dos alimentos e da energia.

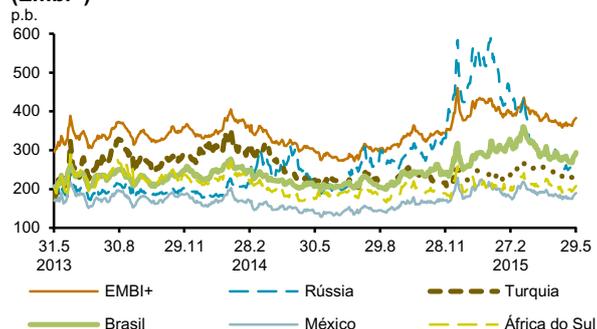
O Banco do Povo da China (BPC) anunciou, em 20 de abril, a redução das taxas de recolhimento compulsório para pequenos e grandes bancos em 1 pp, para 16,5% e 18,5%, respectivamente. Posteriormente, em 10 de maio, o BPC promoveu novo corte na taxa de juro de referência

Gráfico 4.8 – Retorno anual sobre títulos governamentais – 10 anos



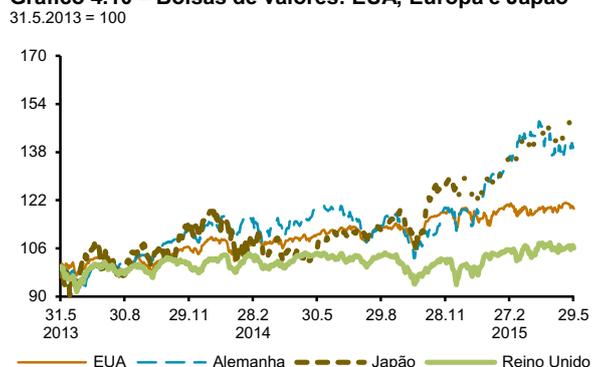
Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.9 – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi+)



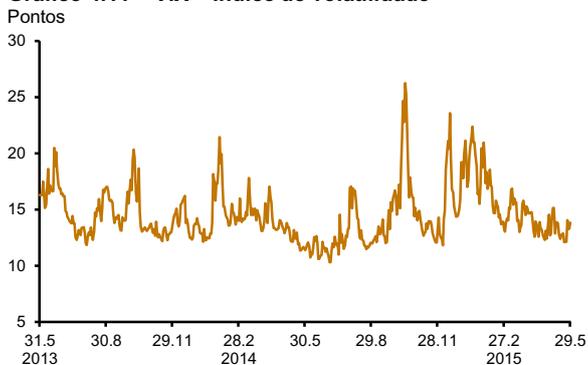
Fonte: Thomson Reuters

Gráfico 4.10 – Bolsas de valores: EUA, Europa e Japão



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4.11 – VIX – Índice de volatilidade



Fonte: Blomberg

de empréstimo de um ano e na taxa de depósito, ambas em 0,25 p.b., para 5,1% e 2,25%, respectivamente. O BPC elevou, ainda, o teto para as taxas de depósito dos bancos para 3,375% a.a.

4.3 Mercados financeiros internacionais

O desempenho dos mercados financeiros globais esteve condicionado, no trimestre finalizado em maio, pelas expectativas em relação aos processos de normalização da política monetária nos EUA e de ampliação do caráter acomodatório da política monetária na Área do Euro e no Japão. A evolução das negociações da Grécia com os credores internacionais também se constituiu em importante fator de volatilidade nos mercados.

Os retornos dos títulos públicos de dez anos emitidos por economias maduras registraram volatilidade no trimestre encerrado em maio. A rentabilidade dos papéis dos EUA aumentaram 0,13 p.p., para 2,12%, enquanto os retornos de ativos correspondentes do Reino Unido, Alemanha e Japão elevaram-se, na ordem, 2 p.b.; 16 p.b. e 6 p.b., para 1,81%; 0,49%; 0,39%, respectivamente. No mesmo sentido, elevaram-se os rendimentos anuais de títulos equivalentes da Espanha, 58 p.b., para 1,84%; Itália, 62 p.b., para 1,66%; e Portugal, 74 p.b., para 2,55%.

O indicador de risco soberano *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) recuou 16 p.b., para 383 p.b., no trimestre encerrado em maio, com destaque para as reduções nos indicadores da Rússia (166 p.b.) e do Brasil (28 p.b.), que atingiram 281 p.b. e 294 p.b., respectivamente. O indicador da Turquia manteve-se em 246 pontos e os da África do Sul e do México aumentaram, na ordem, 2 p.b. e 12 p.b., para 208 p.b. e 190 p.b. respectivamente.

Os indicadores dos principais mercados acionários de economias maduras registraram ganhos no trimestre, em ambiente de ampla liquidez global e expectativa de recuperação da atividade nestas economias. O indicador o Nikkey, do Japão, variou 9,4%¹⁵ no período e o FTSE MIB, da Itália, 5,2%. No mesmo sentido, ocorreram elevações nos índices FTSE 100, do Reino Unido (0,5%); DAX, da

15/ Nos últimos meses, as cotações nos mercados acionários japoneses têm sido impulsionadas pela tendência de desvalorização da moeda local, o que favorece o crescimento das exportações, e pela realocação de recursos das carteiras de fundos de pensão de títulos para ações (em curso ou anunciadas para o médio prazo).

Gráfico 4.12 – Bolsas de valores: mercados emergentes
31.5.2013 = 100

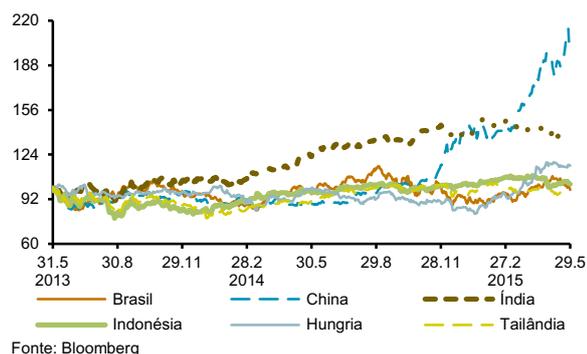


Gráfico 4.13 – Cotações do dólar
31.5.2013 = 100

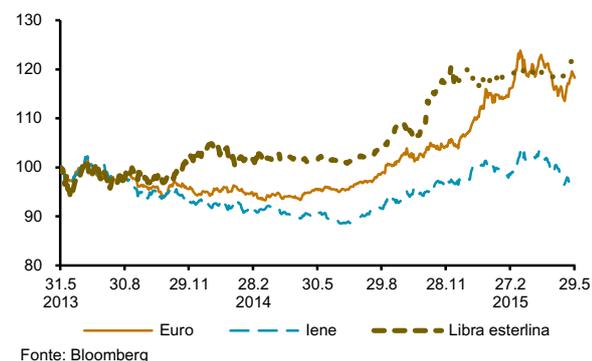


Gráfico 4.14 – Moedas de economias emergentes versus dólar dos EUA
31.5.2013 = 100

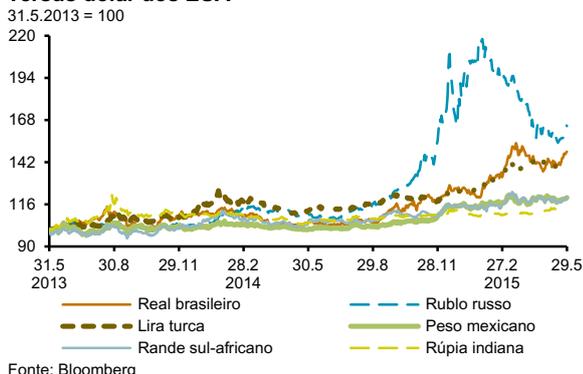
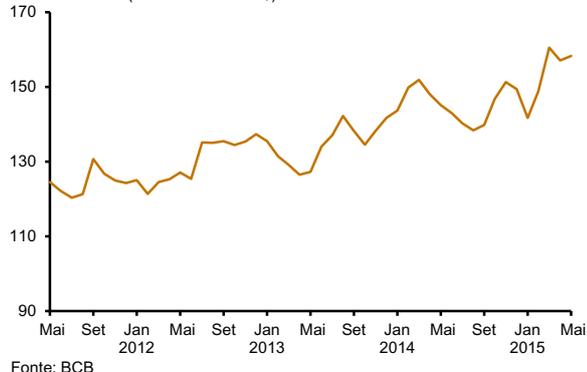


Gráfico 4.15 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br)
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Alemanha (0,1%); e S&P500, dos EUA (0,1%).

O *Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX)*¹⁶ situou-se em 13,8 pontos ao final de maio (13,3 pontos ao final de fevereiro). A média do indicador atingiu 13,9 pontos no trimestre encerrado em maio, ante 17,1 pontos no finalizado em fevereiro, recuo condicionado, em grande parte, pela redução de tensões geopolíticas, pela recuperação dos preços internacionais do petróleo, pela divulgação de resultados corporativos melhores que os esperados nos EUA, e pela ratificação da orientação gradualista do processo de normalização da política monetária dos EUA.

Os principais mercados acionários de economias emergentes apresentaram tendências distintas no trimestre até maio, destacando-se os aumentos nos índices *Shanghai Composite*, da China (39,3%) e *BUX*, da Hungria (22,9%). O índice *Ibovespa*, do Brasil, variou 2,3%, e os índices *SET*, da Tailândia; *Sensex*, da Índia; e *IDX Composite*, da Indonésia, recuaram 5,7%, 4,8% e 4,3%, respectivamente.

O dólar manteve-se na trajetória de alta observada nos trimestres anteriores, embora em ritmo menos acelerado. O *Dollar Index Major*¹⁷ avançou 1,7% no trimestre encerrado em maio (7,8% no finalizado em fevereiro). No mesmo período, o dólar valorizou-se ante a libra esterlina (0,9%), o euro (1,9%) e o iene (3,8%). No âmbito das economias emergentes, destacaram-se as apreciações em relação ao real (11,9%), à lira turca (6,2%) e ao rande sul-africano (4,2%), e a depreciação de 15,2% ante ao rublo.

4.4 Commodities

O Índice de *Commodities – Brasil (IC-Br)*, calculado pelo Banco Central, variou 6,38% em maio, em relação a fevereiro, com variações respectivas de 4,85%, 8,67% e 12,58% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas. Medido em dólares, o IC-Br recuou 1,94% no período¹⁸. Consideradas médias trimestrais, o IC-Br aumentou 8,17% em relação ao trimestre encerrado em fevereiro.

O índice S&P e *Goldman Sachs Spot* variou 7,37%¹⁹ em maio, em relação a fevereiro, reflexo de variações respectivas

16/O VIX é o índice que mensura a volatilidade implícita de curto prazo do índice acionário Standard & Poor's 500 (S&P 500) dos EUA.

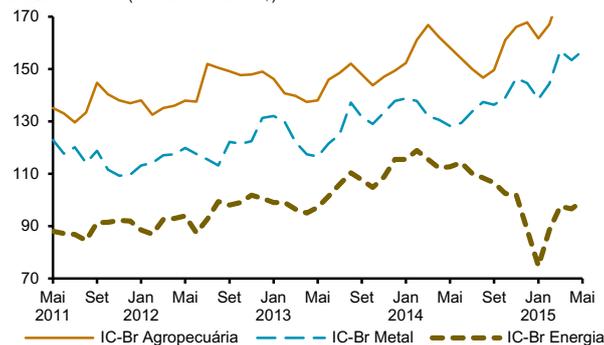
17/Calculado pela ICE (*Intercontinental Exchange* de Nova York).

18/O indicador considera médias mensais de observações diárias.

19/Variação calculada a partir da média mensal do índice.

Gráfico 4.16 – IC-Br segmentos

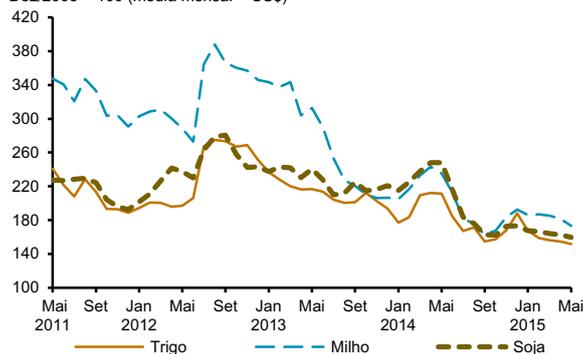
Dez/2005 = 100 (média mensal – R\$)



Fonte: BCB

Gráfico 4.17 – Commodities: trigo, milho e soja

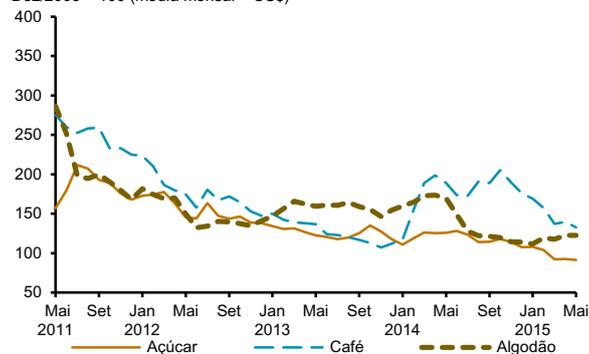
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.18 – Commodities: açúcar, café e algodão

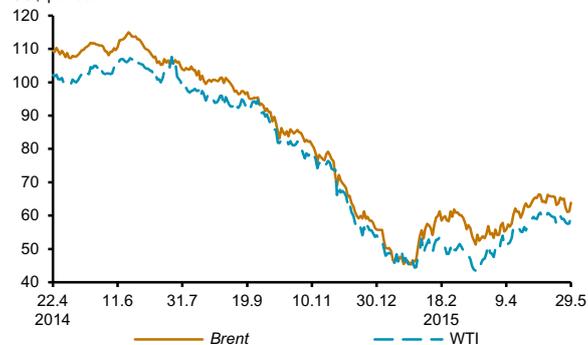
Dez/2005 = 100 (média mensal – US\$)



Fonte: S&P GSCI

Gráfico 4.19 – Petróleo – Mercado à vista

US\$ por barril



Fonte: Bloomberg

de -5,94%, 5,26% e 11,98% nos segmentos de *commodities* agropecuárias, metálicas e energéticas.

No segmento de *commodities* agropecuárias, destacaram-se os recuos nas cotações médias do milho (7,3%), diante de expectativas de aumento da produção global e de redução do consumo para ração animal; do trigo (4,5%), em cenário de aumento da oferta interna nos EUA e de perspectivas de condições meteorológicas favoráveis em regiões produtoras importantes; e da soja (4,2%), impactada por expectativas mais favoráveis para a oferta do produto na próxima safra (2015/2016)²⁰.

As cotações do café e do açúcar recuaram 15,7% e 12,2%, respectivamente, no período, com destaque para o impacto das estimativas de aumentos para as safras brasileiras. Em oposição, evidenciando a expectativa de redução da safra nos EUA, a cotação do algodão aumentou 2,8% no trimestre.

No âmbito das *commodities* metálicas, as cotações médias do chumbo, cobre e zinco aumentaram, na ordem, 11,2%, 10,2% e 8,6%, no trimestre. A evolução refletiu a expectativa de aumento da demanda chinesa, em resposta a estímulos monetários e fiscais adotados no país e, relativamente ao zinco e chumbo, também a redução nos estoques da *London Metal Exchange* (LME). A cotação do níquel recuou 7,3% e do alumínio manteve-se estável, no período.

A cotação média do minério de ferro de teor 65% no mercado à vista chinês recuou 4,3%, para US\$67, no trimestre encerrado em maio, de acordo com o *Shanghai Steelhome Information*. Essa evolução refletiu o aumento da oferta de baixo custo, em especial da Austrália e do Brasil, e a desaceleração da demanda chinesa – a produção de aço na China recuou 8,9% nos quatro primeiros meses de 2015, em relação a igual intervalo de 2014, de acordo com o *National Bureau of Statistics of China*.

As cotações médias do barril de petróleo dos tipos *Brent* e *WTI* atingiram US\$64,56 e US\$59,27, respectivamente, em maio, elevando-se, na ordem, 11,4% e 17,1% em relação a fevereiro. O aumento repercutiu sinais de ajuste do excesso de oferta global, expresso na desaceleração da produção nos EUA.

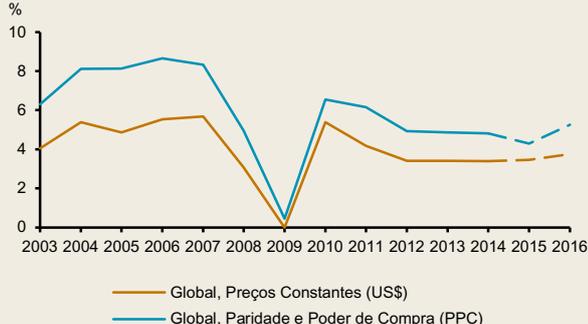
20/ Segundo cálculos efetuados a partir das estimativas divulgadas pelo Departamento de Agricultura dos EUA (USDA) a relação estoque/consumo global para soja e trigo deverão aumentar na safra 2015/2016.

4.5 Conclusão

A atividade econômica dos EUA desacelerou no primeiro trimestre de 2015, contrastando com os sinais de retomada observados na Área do Euro e no Japão. Importante notar que nos EUA, a melhora recente nos fundamentos econômicos deverá assegurar a sustentação do crescimento econômico nos próximos trimestres, enquanto a consolidação do processo de retomada das economias da Área do Euro e do Japão requer a continuidade de resultados positivos nos próximos trimestres. Nesse ambiente, o *Federal Reserve* (EUA) – ainda condicionado à confirmação da evolução favorável de indicadores econômicos relevantes – tem sinalizado a possível proximidade do início de um processo gradualista de normalização da taxa de juros, enquanto o BCE e o BoJ – condicionados por temores mais significativos sobre a fragilidade da atividade econômica – sinalizam que as respectivas políticas de compras de ativos permanecerão vigentes no médio prazo. Sob essa ótica, mantém-se a perspectiva de riscos contidos associados às oscilações na liquidez global nos mercados financeiros.

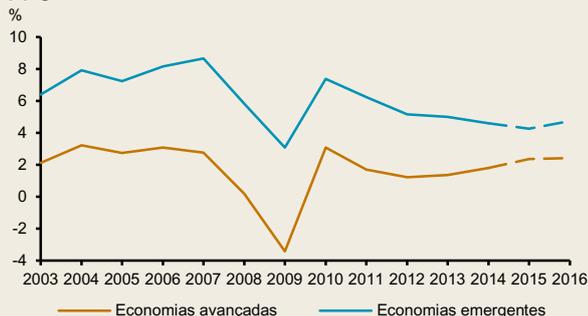
Política Monetária no G3: condicionantes e reflexos sobre os mercados financeiros

Gráfico 1 – PIB global^{1/}
Preços Constantes e PPC



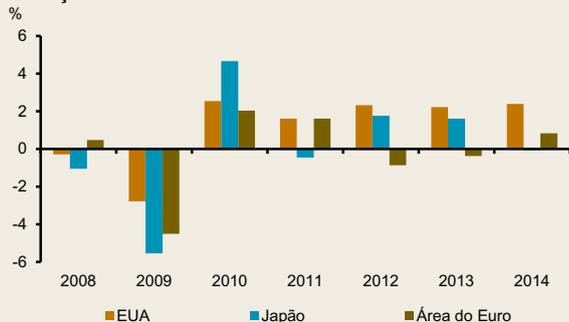
1/ A partir de 2015, previsão WEO/FMI
Fontes: Thomson Datastream, WEO (FMI)

Gráfico 2 – PIB economias avançadas e emergentes^{1/}
PPC



1/ A partir de 2015, previsão WEO/FMI
Fontes: Thomson Datastream, WEO (FMI)

Gráfico 3 – PIB economias avançadas selecionadas
Variação anual



Fontes: Thomson Datastream, WEO (FMI) e Eurostat

1/ Considerado o PIB em dólares, a preços constantes.

2/ *World Economic Outlook* (WEO), de abril/2015.

3/ Considerado o índice de preços global, calculado pelo FMI.

O crescimento da economia mundial tem se situado, desde 2011, em patamar inferior às expectativas e ao padrão observado no período pré-crise (até 2007), destacando-se a desigualdade entre as expansões das economias emergentes e das economias maduras, assim como a diferenças no dinamismo das principais economias do último grupo mencionado (Gráficos 1 e 2).

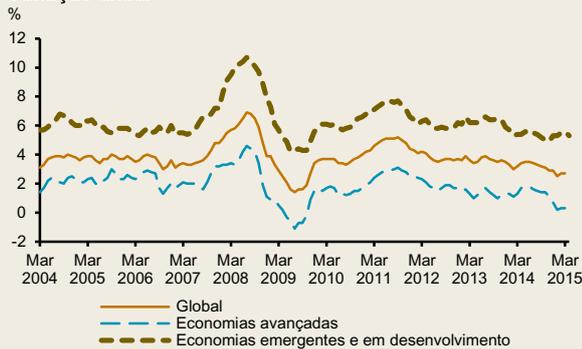
Nesse cenário, a taxa de crescimento global¹ recuou de 5,7%, em 2007, para 3,4%, em 2014, ressaltando-se que essa desaceleração torna-se mais pronunciada se considerada a ponderação pelo método da Paridade do Poder de Compra (PPC), que indica recuo de 8,3% para 4,8%, no período². A diferença entre as taxas associada à PPC e ao Produto Interno Bruto (PIB) reflete, em especial, a maior desaceleração nas economias emergentes – considerada a PPC, a taxa de crescimento nesse grupo passou de 8,7%, em 2007, para 4,3%, em 2014, enquanto a das economias maduras recuou de 2,8% para 1,8%, no período. Destaque-se que esse movimento repercutiu, em parte, a redução nas taxas de crescimento das economias emergentes no quadriênio terminado em 2014, *vis-à-vis* relativa recuperação nas economias maduras no biênio encerrado em 2014.

A trajetória de crescimento das principais economias maduras mostrou-se heterogênea de 2007 a 2014. Nesse sentido, enquanto o PIB dos Estados Unidos da América (EUA) aumentou 8,1% no período, os agregados do Japão e da Área do Euro variaram 0,1% e -0,9%, respectivamente. No quadriênio encerrado em 2014, as economias mencionadas cresceram, em média, 2,1%, 0,7% e 0,3% (Gráfico 3).

A inflação³ registrou trajetória declinante desde meados de 2008 (Gráfico 4), movimento condicionado, em parte, pela retração na atividade econômica e, mais

Gráfico 4 – IPC

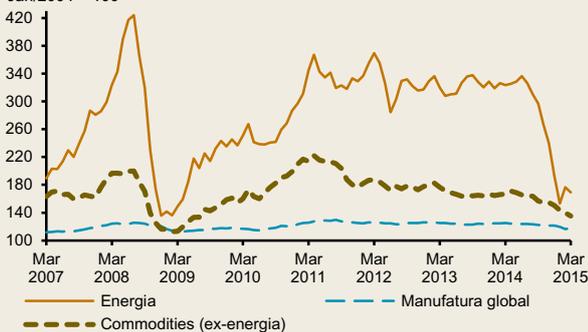
Variação anual



Fontes: Thomson Datastream, FMI

Gráfico 5 – Índices de preços

Jan/2004 = 100



Fontes: Thomson Datastream, CPB

Gráfico 6 – Taxas básicas de juro

% a.a.



Fonte: Bloomberg

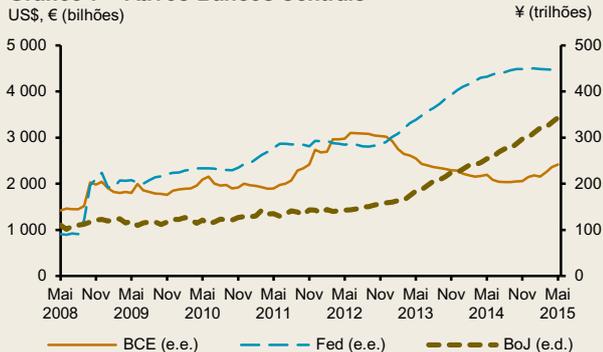
recentemente, pelo recuo dos preços das *commodities*. Ressalte-se a redução mais acentuada no segmento de *commodities* energéticas a partir do segundo semestre de 2014 (Gráfico 5).

O cenário de retração acentuada na atividade, observado após a eclosão da crise internacional, suscitou a reação tempestiva dos bancos centrais das principais economias maduras, pautada em políticas de aumento de liquidez por meio de redução das taxas de juros e programas de compras de ativos. O *Federal Reserve* (Fed), dos EUA, reduziu a taxa básica de juros de 5,25% a.a., em setembro de 2007, para o intervalo entre 0 e 0,25% a.a., em dezembro de 2008, patamar em vigor atualmente (Gráfico 6). Adicionalmente, adotou postura mais agressiva em relação à compra de ativos, que aumentaram 393% de setembro de 2008 a outubro de 2014, quando o programa foi encerrado. O Banco Central Europeu (BCE) alternou períodos de expansão e de contração de sua carteira, que aumentou 67% de setembro de 2008 a maio de 2015, e o Banco do Japão (BoJ), em movimento constante de expansão, aumentou sua carteira de ativos em 212%, no mesmo intervalo. O somatório dos ativos dos bancos centrais mencionados passou de US\$4 trilhões para US\$9,9 trilhões, no período (Gráfico 7).

Considerando o ambiente distinto em relação aos respectivos processos de retomada da atividade econômica, o Fed encerrou – em outubro de 2014 – o ciclo de expansão de sua carteira de ativos e sinaliza a proximidade do início de um ciclo de normalização da taxa básica de juro⁴. A atuação do BCE e do BoJ, no entanto, evidencia que as respectivas economias seguem dependentes de estímulos monetários adicionais para consolidar o crescimento e afastar os temores de deflação. Nesse sentido, o BCE anunciou a manutenção de seu programa de compras de ativos até, pelo menos, setembro de 2016; e no Japão, o BoJ não se comprometeu com data para encerramento do programa, mas explicitou a intenção de continuá-lo até que seja alcançada, de forma estável, a meta de estabilidade de preços (variação anual do Índice de Preços ao Consumidor – IPC de 2,0%). Ressalte-se que a atuação do BCE e do BoJ pode atenuar eventuais episódios de aumento de

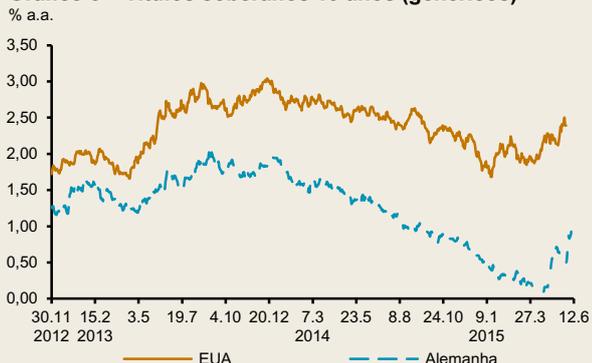
4/ O Fed, por meio de seus comunicados, tem sido capaz de transmitir maior previsibilidade aos mercados ao sinalizar antecipadamente que a primeira elevação da taxa dos *fed funds* deverá ocorrer ainda nesse ano e que a trajetória de normalização da taxa dos *fed funds* deverá ser gradual, enfatizando, no entanto, que sua decisão será dependente dos dados.

Gráfico 7 – Ativos Bancos Centrais



Fonte: Bloomberg

Gráfico 8 – Títulos soberanos 10 anos (genéricos)



Fontes: Thomson Datastream

Gráfico 9 – Dollar Index (ICE)



Fontes: Thomson Datastream, Intercontinental Exchange (ICE)

volatilidade nos mercados financeiros durante o processo de normalização da política monetária nos EUA.

A evolução recente dos mercados financeiros foi caracterizada pelo aumento nos rendimentos anuais dos papéis de 10 anos dos EUA e, sobretudo, da Alemanha – os rendimentos anuais dos *bunds*, repercutindo o mercado vendedor, aumentou da mínima histórica de 0,07%⁵, em 20 de abril do ano corrente, para 0,99% em 10 de junho (Gráfico 8). O diferencial de rendimento entre os papéis de 10 anos dos EUA e da Alemanha passou de 45 p.b., em maio de 2013, para 191 p.b., em meados de março de 2015 (maior valor da série), e recuou para 151 p.b., em 10 de junho.

A percepção do melhor momento econômico dos EUA e a perspectiva de normalização da política monetária pelo Fed contribuíram para a apreciação registrada pelo dólar a partir do segundo semestre de 2014. Entre 30 de junho de 2014 e 10 de junho de 2015, o *Dollar Index*⁶ valorizou 18,6% (Gráfico 9) e, no mesmo sentido, o dólar apreciou 20,9% em relação ao euro e 21,1% ante o iene⁷. É relevante ressaltar que, mesmo que a valorização do dólar tenha resultado da antecipação dos efeitos da normalização da taxa de juros (*liftoff*) nos EUA, permanece o risco de episódios de picos de volatilidade nos mercados cambiais.

Em linhas gerais, as atuais políticas monetárias expansionistas adotadas pelo BCE e pelo BoJ se contrapõem ao ciclo, que se avizinha, de normalização da política monetária nos EUA, constituindo vetor de baixa sobre a inclinação da curva de juros dos EUA. Apesar disso, persiste a possibilidade de crescimento da aversão ao risco, com a ocorrência de episódios de aumentos de volatilidade em mercados específicos, em especial naqueles mais sensíveis a alterações nas taxas de juros. Nesse ambiente, a atuação dos bancos centrais deve ser pautada para minimizar os riscos para a estabilidade nos mercados financeiros e seus impactos eventuais sobre o processo de retomada da atividade global.

5/ Posição de fim de dia.

6/ O *Dollar Index*, calculado pela *Intercontinental Exchange* (ICE), mede a variação do dólar em relação à cesta de moedas composta pelo euro (57,6%), iene (13,6%), libra esterlina (11,9%), dólar canadense (9,1%), coroa sueca (4,2%) e franco suíço (3,6%).

7/ A apreciação recente do dólar se traduziu, no entanto, em contribuições negativas para o crescimento anualizado do PIB do país no quarto trimestre de 2014 (1,03 p.p.) e no primeiro trimestre de 2015 (1,9 p.p.).

No bojo dos efeitos positivos do ajuste macroeconômico em curso, ressaltou-se a redução do *deficit* em transações correntes nos cinco primeiros meses de 2015, em relação a igual intervalo de 2014, que repercutiu, especialmente, os efeitos da depreciação da taxa de câmbio ao longo do período e o menor dinamismo da demanda interna. Nesse sentido, destacaram-se os recuos no *deficit* da balança comercial, influenciados pela redução nas importações; nas despesas líquidas de serviços, especialmente em viagens internacionais; e, principalmente, de renda primária – influenciada pela diminuição nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Na conta financeira, os ingressos líquidos de investimentos diretos no país, investimentos estrangeiro em carteira e de empréstimos permaneceram em patamar confortável para o financiamento das transações correntes.

5.1 Movimento de câmbio

O *superavit* do mercado de câmbio contratado atingiu US\$15,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015 (US\$4 bilhões em igual período de 2014). Ocorreram *superavits* de US\$6,9 bilhões no segmento comercial, reflexo de recuos respectivos de 19,9% e 23,4% nas contratações de exportações e de importações; e de US\$8,9 bilhões no segmento financeiro, resultado de crescimentos de 15,6% nas compras e de 10,9% nas vendas de moeda estrangeira.

A atuação do Banco Central no mercado de câmbio resultou, nos cinco primeiros meses do ano, em liquidação de US\$5,5 bilhões em retornos de linha com recompra, cujo estoque recuou de US\$10,5 bilhões, em dezembro de 2014, para US\$5,1 bilhões, em maio de 2015. No mercado à vista, a posição vendida dos bancos passou de US\$28,3 bilhões para US\$12,8 bilhões, no mesmo período.

Tabela 5.1 – Movimento de câmbio

Discriminação	US\$ bilhões				
	2014			2015	
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai
Comercial	1,9	4,7	4,1	3,5	6,9
Exportação	21,4	96,4	222,3	17,1	77,1
Importação	19,5	91,7	218,1	13,6	70,3
Financeiro ^{1/}	-2,7	-0,6	-13,4	-5,6	8,9
Compras	41,7	205,8	513,2	37,9	237,9
Vendas	44,4	206,4	526,6	43,4	229,0
Saldo	-0,8	4,0	-9,3	-2,1	15,8

^{1/} Exclui operações interbancárias e operações externas do Banco Central.

5.2 Comércio de bens

O Banco Central passou a divulgar, a partir de abril de 2015, as estatísticas do setor do setor externo conforme a Sexta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do FMI (BPM6). Nesse novo padrão, a balança comercial publicada no Balanço de Pagamentos (BP) permanece tendo o Siscomex como fonte principal, mas incorpora ajustes metodológicos, como inclusão das importações de energia elétrica sem cobertura cambial, registro de exportações e importações fictas, e exclusão de bens que cruzam a fronteira sem troca de propriedade. Em razão de tais ajustes, os valores de exportações e importações no BP deverão diferir dos divulgados pela Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/MDIC)²¹. Considerando a disponibilidade de informações para as aberturas de importação e exportação por categoria de uso e fator agregado, por países de origem e destino, e os índices de preço e *quantum*, o texto e as tabelas do Relatório de Inflação fazem referência apenas aos dados divulgados pela Secex/MDIC.

A balança comercial registrou *deficit* de US\$2,3 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015 (US\$4,8 bilhões em igual intervalo de 2014). As exportações recuaram 17,1% e as importações, 18,9%, totalizando US\$74,7 bilhões e US\$77 bilhões, respectivamente. A corrente de comércio atingiu US\$151,7 bilhões, reduzindo-se 18,0% no período.

As exportações médias diárias recuaram 16,2% nos cinco primeiros meses de 2015, em relação a igual período de 2014. Houve reduções nas vendas de produtos básicos (23,1%), manufaturados (10,8%) e semimanufaturados (2,9%), que representaram, na ordem, 46,2%, 37,1% e 14,1% das exportações totais no período (50,3%, 34,8% e 12,1% nos cinco primeiros meses de 2014). A evolução dos embarques de produtos básicos repercutiu a expressiva redução nos preços de *commodities* com participação relevante na pauta exportadora do país – nesse sentido, o preço da tonelada de minério de ferro recuou 60,2% de maio de 2014 a maio de 2015. A retração nas vendas de manufaturados foi sensibilizada pela política de cotas de importações realizada pela Argentina no comércio de automóveis e pelos decréscimos nas exportações de óleo combustível (62,2%), bombas e compressores (25,1%), motores e geradores (24,7%) e máquinas de terraplanagem (23,4%).

Tabela 5.2 – Balança comercial – FOB

Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Exportação	90 064	74 701	-17,1
Importação	94 927	77 006	-18,9
Saldo	-4 863	-2 305	-52,6
Corrente de comércio	184 991	151 706	-18,0

Fonte: MDIC/Secex

Tabela 5.3 – Exportação por fator agregado – FOB

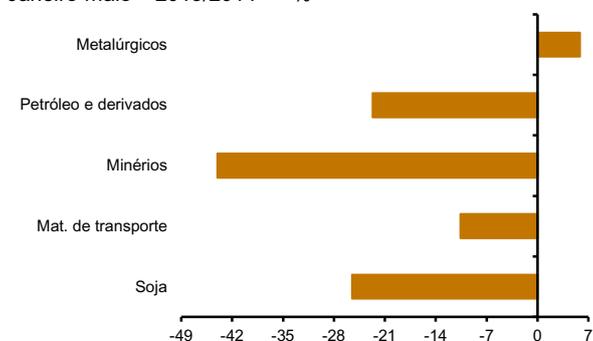
Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	883,0	739,6	-16,2
Básicos	444,1	341,6	-23,1
Industrializados	414,7	378,4	-8,7
Semimanufaturados	107,5	104,4	-2,9
Manufaturados	307,2	274,1	-10,8
Operações especiais	24,2	19,6	-19,0

Fonte: MDIC/Secex

Gráfico 5.1 – Exportações por principais produtos

Janeiro-maio – 2015/2014^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

21/ A respeito, ver Nota Metodológica nº 2 – Transações correntes – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM6), disponível na página do Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/?6MANBALPGTO>.

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

Discriminação	US\$ milhões		
	2014	2015	Var. %
Total	930,7	762,4	-18,1
Bens de capital	200,1	170,8	-14,7
Matérias-primas	415,1	351,6	-15,3
Bens de consumo	161,3	139,4	-13,6
Duráveis	86,7	68,5	-21,0
Automóveis de passageiros	31,2	22,3	-28,5
Não duráveis	74,6	70,9	-5,0
Combustíveis e lubrificantes	154,1	100,6	-34,7
Petróleo	56,2	23,6	-58,0
Demais	98,0	77,0	-21,4

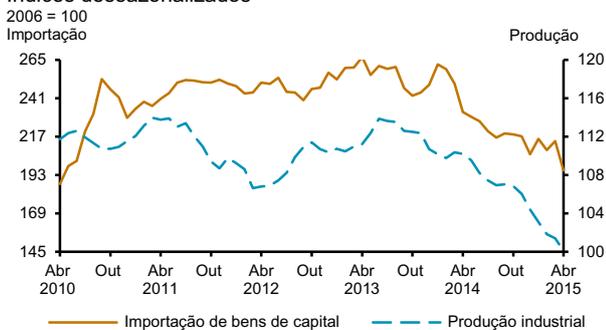
Fonte: MDIC/Secex

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



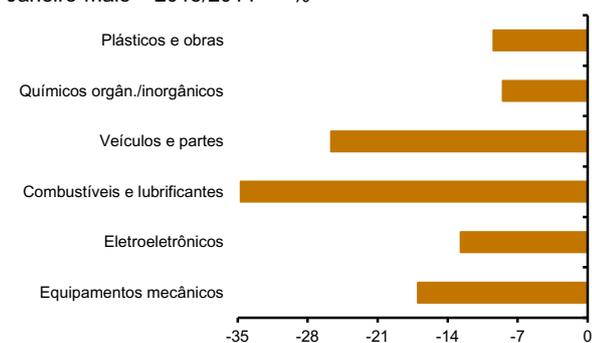
Fontes: Funcex e IBGE

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



Fontes: Funcex e IBGE

Gráfico 5.4 – Importações por principais produtos
Janeiro-maio – 2015/2014^{1/} – %



Fonte: MDIC/Secex

1/ Variação do valor sobre igual período do ano anterior.

A média diária das importações recuou 18,1% nos cinco primeiros meses de 2015, em relação a igual intervalo de 2014. Ocorreram reduções nas compras em todas as categorias de uso: combustíveis e lubrificantes (34,7%), bens de consumo duráveis (21,0%), matérias-primas (15,3%), bens de capital (14,7%) e bens de consumo não duráveis (5,0%). Essas aquisições representaram, na ordem, 13,2%, 9,0%, 46,1%, 22,4% e 9,3% do total importado, no período (16,5%, 9,3%, 44,6%, 21,5% e 8,0% nos cinco primeiros meses de 2014).

A evolução da corrente de comércio do país, nos cinco primeiros meses de 2015, refletiu decréscimos nas transações comerciais com os principais países parceiros e blocos econômicos (África, 34,3%; Mercosul, 19,5%; Europa Oriental, 18,6%; União Europeia, 17,4%; China, 18,4%; e EUA, 13,5%).

A Ásia seguiu como o principal destino das exportações brasileiras (32,2% do total), seguindo-se América Latina e Caribe (20,7%), União Europeia (18,5%) e EUA (13,0%). Essas participações variaram -2,7 p.p., 0,6 p.p., -0,1 p.p., 1,3 p.p., em relação aos cinco meses iniciais de 2014.

A participação das importações brasileiras originárias da Ásia atingiu 34,6%, destacando-se, ainda, a representatividade das provenientes da União Europeia (20,7% do total) e dos EUA (15,4%). Essas participações variaram, na ordem, 2,6 p.p., 0,1 p.p. e -0,1 p.p. em relação aos cinco primeiros meses de 2014. As compras provenientes da China, principal mercado de origem, representaram 18,7% do total, ante 16,6% de janeiro a maio de 2014.

A redução de 17,1% no valor das exportações nos cinco primeiros meses de 2015, em relação a igual período de 2014, resultou, conforme a Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), de variações de -19,7% nos preços e de 3,6% no *quantum*.

Houve recuos nos preços em todas as categorias de fator agregado. A retração de 30,1% nos preços dos produtos básicos foi impulsionada, principalmente, pela contração dos preços internacionais de minério de ferro e petróleo; a de 9,9% nos preços de bens semimanufaturados refletiu, em especial, as reduções nos preços dos itens celulose e açúcar em bruto; e a de 7,4% nos preços de manufaturados repercutiu, em parte, o impacto da retração no preço de óleos combustíveis. Os volumes embarcados de produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados variaram, na ordem, 9,5%, 6,4% e -4,5%, no período.

Tabela 5.5 – Exportação e importação por área geográfica – FOB

Média diária – Janeiro-maio

Discriminação	US\$ milhões							
	Exportação			Importação			Saldo	
	2014	2015	Var. %	2014	2015	Var. %	2014	2015
Total	883	740	-16,2	931	762	-18,1	-48	-23
A.Latina e Caribe	177	153	-13,9	153	122	-20,6	24	31
Mercosul-5 ^{1/}	99	83	-16,8	75	57	-23,1	25	25
Argentina	61	52	-15,2	57	45	-21,5	4	7
Demais	39	31	-19,4	18	13	-28,3	21	19
Demais	78	70	-10,3	79	64	-18,1	-1	6
EUA ^{2/}	103	96	-6,7	144	118	-18,4	-41	-21
UE	163	136	-16,5	193	158	-18,2	-29	-21
Europa Oriental	16	11	-33,3	13	13	-1,4	2	-3
Oriente Médio	38	39	3,3	30	18	-38,1	8	21
Ásia	308	238	-22,8	298	264	-11,5	10	-26
China	187	136	-27,3	155	143	-7,6	33	-7
Outros	121	102	-15,7	144	121	-15,8	-23	-19
África	36	31	-15,5	63	34	-45,2	-26	-4
Demais	41	36	-12,0	36	35	-2,3	5	1

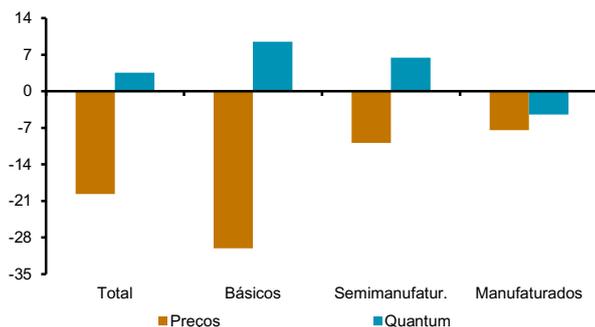
Fonte: MDIC/Secex

1/ Inclui Venezuela.

2/ Inclui Porto Rico.

Gráfico 5.5 – Exportações – Índices de preços e de quantum

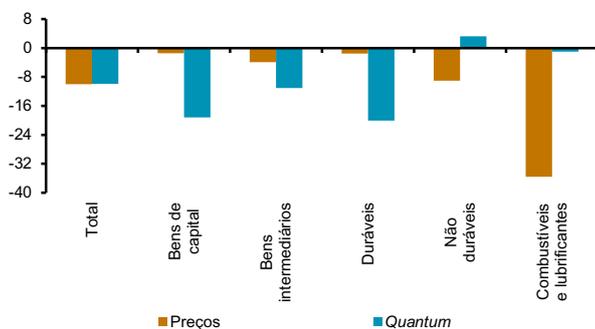
Janeiro-maio – 2015/2014 – %



Fonte: Funcex

Gráfico 5.6 – Importações – Índices de preços e de quantum

Janeiro-maio – 2015/2014 – %



Fonte: Funcex

O decréscimo de 18,9% no valor das importações, na mesma base de comparação, decorreu de recuos de 10% nos preços e de 9,9 no *quantum*. A evolução dos preços evidenciou, em grande parte, as retrações observadas nas categorias de uso combustíveis e lubrificantes, 35,6%; bens não duráveis, 9%; e bens intermediários, 3,9%. Em relação ao *quantum* importado, destacaram-se os recuos nas categorias de bens duráveis (20,1%) e de bens de capital (19,1%).

5.3 Serviços e renda

O *deficit* em transações correntes atingiu US\$35,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015 (US\$44,9 bilhões em igual período de 2014). Considerados intervalos de doze meses, o *deficit* somou US\$95,7 bilhões em maio de 2015 (4,39% do PIB).

As despesas líquidas de serviços totalizaram US\$17,2 bilhões. O decréscimo de 9,9% registrado no período repercutiu, em especial, as reduções nos *deficits* das contas transportes (20,8%) e viagens internacionais (24,3%), que somaram, na ordem, US\$3 bilhões e US\$5,8 bilhões. Ressalte-se que o recuo no *deficit* com viagens internacionais refletiu retrações de 20,6% e 10,5% nos gastos de turistas brasileiros no exterior e de turistas estrangeiros no Brasil, respectivamente.

As despesas líquidas de juros aumentaram 7,1% no período, para US\$9,2 bilhões, resultado de pagamentos ao exterior de US\$11 bilhões e receitas de US\$1,7 bilhão. Considerados intervalos de doze meses, as receitas de juros associadas à remuneração das reservas internacionais atingiram US\$2,8 bilhões em maio (US\$3,1 bilhões em maio de 2014).

As remessas líquidas de lucros e dividendos totalizaram US\$7 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015. O recuo de 43,3% em relação a igual período de 2014 foi condicionado, em grande parte, pelos impactos da depreciação da taxa de câmbio e do menor dinamismo da atividade doméstica. Os envios realizados pelas empresas dos setores industrial e de serviços representaram, na ordem, 52,8% e 44,9% das remessas brutas de lucros e dividendos de investimento estrangeiro direto no período, com destaque para os segmentos bebidas, telecomunicações, serviços financeiros, produtos alimentícios e produtos químicos.

A renda secundária líquida totalizou US\$672 milhões nos cinco primeiros meses, decrescendo 0,2% em relação a igual

Tabela 5.6 – Transações correntes

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-7,9	-44,9	-104,8	-3,4	-35,8	-81,0
Balança comercial	0,5	-5,8	-6,2	2,6	-3,3	3,0
Exportações	20,7	89,9	224,6	16,7	74,5	200,0
Importações	20,2	95,7	230,9	14,2	77,8	197,0
Serviços	-4,4	-19,1	-48,5	-3,4	-17,2	-44,2
Transportes	-0,8	-3,8	-9,1	-0,5	-3,0	-8,0
Viagens internacionais	-1,7	-7,7	-18,7	-1,0	-5,8	-14,5
Computação, inform. e telecomunicações	-0,2	-1,0	-2,2	-0,2	-0,8	-2,0
Aluguel equipamentos	-1,7	-8,4	-22,6	-2,0	-9,2	-23,5
Demais	0,0	1,8	4,2	0,2	1,6	3,8
Renda primária	-4,1	-20,8	-52,2	-2,7	-16,0	-41,6
Juros	-0,8	-8,6	-21,3	-0,8	-9,2	-20,9
Lucros e dividendos	-3,3	-12,3	-31,2	-1,9	-7,0	-21,0
Salários e ordenados	0,0	0,1	0,4	0,0	0,2	0,4
Renda secundária	0,1	0,7	2,0	0,2	0,7	1,8

1/ Projeção.

Tabela 5.7 – Conta financeira

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Conta financeira	-6,6	-41,0	-100,4	-3,2	-34,0	-80,7
Investimentos diretos	-4,3	-23,3	-70,8	-5,8	-15,8	-55,0
No exterior	5,3	16,0	26,0	0,9	9,8	25,0
No país	9,6	39,3	96,9	6,6	25,5	80,0
Participação	6,1	22,7	57,9	6,0	17,6	50,0
Op. intercompanhias	3,5	16,7	39,0	0,6	7,9	30,0
Investimentos em carteira	-5,7	-23,5	-38,4	-3,0	-28,1	-39,7
Ativos	0,7	2,1	2,8	0,1	-0,7	-
Passivos	6,5	25,6	41,2	3,1	27,4	39,7
Derivativos	0,1	-0,2	1,6	1,4	2,3	-
Outros investimentos	1,6	-2,3	-3,6	0,5	0,7	0,8
Ativos	4,5	17,9	46,1	0,2	12,5	20,1
Passivos	2,9	20,1	49,7	-0,2	11,8	19,4
Ativos de reserva	1,7	8,3	10,8	3,7	6,9	13,2

1/ Projeção.

intervalo de 2014. Os ingressos líquidos de transferências pessoais, apesar do cenário de crescimento moderado das economias dos principais países de destinos de emigrantes brasileiros, aumentaram 4,8% no período.

5.4 Conta financeira

A conta financeira registrou ingressos líquidos de US\$34 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015 (US\$41 bilhões em igual período de 2014), resultado de captações líquidas de US\$62,4 bilhões e concessões líquidas de US\$28,5 bilhões.

As concessões líquidas de capital sob a forma de investimentos diretos no exterior atingiram US\$9,8 bilhões (aplicações líquidas de US\$16 bilhões nos cinco primeiros meses de 2014). As captações líquidas de investimento estrangeiro direto somaram US\$25,5 bilhões no período, dos quais US\$17,6 bilhões referentes a aumento de participação em capital de empresas e US\$7,9 bilhões, a empréstimos intercompanhias. O ingresso de investimento estrangeiro direto acumulado em doze meses atingiu US\$83 bilhões em maio (3,81% do PIB).

Os investimentos brasileiros em carteira no exterior registraram retorno líquido de -US\$728 milhões (saídas líquidas de US\$2,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2014).

As captações líquidas de investimentos estrangeiros em carteira somaram US\$27,4 bilhões (US\$25,6 bilhões nos cinco primeiros meses de 2014), com ênfase nos ingressos líquidos de investimentos estrangeiros em ações e em cotas de fundos de investimento, US\$10 bilhões, e em títulos de renda fixa negociados no país, US\$21,2 bilhões (ingressos líquidos de US\$7,5 bilhões e de US\$16,9 bilhões, respectivamente, nos cinco primeiros meses de 2014).

A taxa de rolagem dos títulos de longo prazo negociados no exterior situou-se em 52% nos cinco primeiros meses de 2015 (115% em igual intervalo de 2014). As amortizações líquidas de títulos de longo prazo, excetuados os papéis soberanos, somaram US\$2,5 bilhões, resultantes de desembolsos de US\$2,7 bilhões e amortizações de US\$5,1 bilhões. Os títulos de curto prazo registraram desembolsos líquidos de US\$397 milhões, no período.

As amortizações líquidas de bônus da República totalizaram US\$1,8 bilhão nos cinco primeiros meses do ano, ressaltando-

Tabela 5.8 – Capitais estrangeiros

Fluxos líquidos – Itens selecionados

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Capitais de LP	0,9	10,4	19,0	-1,9	-2,6	-1,8
Bônus públicos	-0,1	0,6	2,5	-	-1,8	-1,8
Títulos privados	-0,2	0,6	-0,6	-	-2,5	-
Emprést. diretos	1,2	9,1	17,1	-1,9	1,7	-
Emprést. de CP ^{2/}	0,4	6,4	24,4	0,3	3,2	2,0
Títulos de CP	-	-	0,5	0,1	0,4	-
Títulos no país e ações totais	6,7	24,3	38,8	3,1	31,3	41,5
Taxas de rolagem ^{3/}						
Total:	150%	176%	154%	68%	98%	100%
Títulos	69%	115%	95%	96%	52%	100%
Emprést. diretos	185%	205%	188%	64%	106%	100%

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos diretos e linhas tomadas por bancos.

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

Tabela 5.9 – Demonstrativo de reservas

Discriminação	US\$ bilhões					
	2013		2014		2015	
	Ano	Jan-mai	Ano	Jan-mai	Ano ^{1/}	
Posição das reservas no período anterior	373,1	358,8	358,8	363,6	363,6	
Compras líquidas do Bacen	-11,5	6,6	6,5	5,5	10,5	
A termo	-	-	-	-	-	
Spot	-	-	-	-	-	
Linhas com recompra	-11,5	6,6	6,5	5,5	10,5	
Empréstimos em moeda estr.	-	-	-	-	-	
Serviço da dívida (líquido)	0,9	0,1	0,4	0,1	0,1	
Desembolsos	0,9	0,1	0,4	0,1	0,1	
Amortizações	-	-	-	-	-	
Juros	-	-	-	-	-	
Remuneração das reservas	3,4	1,2	3,0	1,0	2,7	
Outras variações	-7,1	2,0	-5,1	-3,5	-3,5	
Variações por preço	-4,3	1,6	1,7	1,2	1,2	
Variações por paridades	-4,1	0,0	-7,8	-5,0	-5,0	
Demais ^{2/}	1,3	0,4	1,0	0,3	0,3	
Varição total	-14,3	9,9	4,7	3,1	9,8	
Posição das reservas – Caixa	358,8	368,8	363,6	366,6	373,3	
Saldo de linhas com recompra	17,0	10,4	10,5	5,1	-	
Saldo de empréstimo em m.e.	-	-	-	-	-	
Posição das reservas – Liquidez	375,8	379,2	374,1	371,7	373,3	

1/ Projeção.

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

se as operações de recompra no mercado secundário. O Tesouro Nacional, ratificando a política de melhoria do perfil do endividamento externo do setor público, resgatou antecipadamente US\$197 milhões de bônus no período, dos quais US\$149 milhões referentes a valor de face dos títulos e US\$48 milhões, a ágio.

Os outros investimentos brasileiros apresentaram saídas líquidas de US\$12,5 bilhões, destacando-se o aumento de US\$4,3 bilhões nos depósitos no exterior de bancos brasileiros. As empresas não financeiras aplicaram, liquidamente, US\$5,8 bilhões no exterior sob a forma de depósitos. Os créditos comerciais, totalizaram saídas líquidas de US\$2,4 bilhões (saídas líquidas de US\$9,6 bilhões de janeiro a maio de 2014).

Os outros investimentos estrangeiros – créditos comerciais, depósitos, empréstimos diretos com bancos e demais empréstimos contratados junto a organismos internacionais – totalizaram ingressos líquidos de US\$11,8 bilhões nos cinco primeiros meses de 2015 (US\$20,1 bilhões em igual período de 2014). Os desembolsos líquidos de créditos comerciais de curto prazo junto a fornecedores somaram US\$6,2 bilhões e os ingressos líquidos de empréstimos de longo prazo, US\$2 bilhões. Destaque para os ingressos líquidos relativos a empréstimos diretos (US\$1,7 bilhão), com taxa de rolagem de 106% nos primeiros cinco meses. Os empréstimos de curto prazo apresentaram ingressos líquidos de US\$3,2 bilhões (US\$6,4 bilhões de janeiro a maio de 2014).

Ao final de maio, o estoque de reservas internacionais atingiu US\$366,6 bilhões no conceito caixa e US\$371,7 bilhões no conceito liquidez (variações respectivas de US\$3,1 bilhões e -US\$2,4 bilhões em relação a dezembro de 2014). A liquidação de operações de linhas com recompra proporcionou elevação de US\$5,5 bilhões no estoque de reservas internacionais no conceito caixa. A receita de juros que remunera os ativos de reservas somou US\$1 bilhão e os impactos de variações de preço e de paridades, US\$1,2 bilhão e -US\$5 bilhões, respectivamente.

Incorporados impactos de eventos antecipáveis, as reservas internacionais totalizariam US\$373,3 bilhões ao final de 2015. Estão previstas, para o ano, receitas de remuneração de reservas de US\$2,7 bilhões.

5.5 Indicadores de sustentabilidade externa

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2012	2013	2014	2015	
	Dez	Dez	Dez	Mar	Mai ^{2/}
Exportações de bens	242,6	242,0	224,6	217,9	209,3
Exportações de bens e serviços	282,4	281,2	264,8	257,0	247,5
Serviço da dívida	...	...	66,7	85,0	93,0
Dívida externa bruta	327,6	312,5	352,7	348,6	351,0
Dívida externa líquida	-75,0	-90,5	-45,9	-44,2	-42,5
Reservas internacionais (liquidez)	378,6	375,8	374,1	371,0	371,7
Reservas internacionais (caixa)	373,1	358,8	363,6	362,7	366,6
PIB	2 412	2 388	2 345	2 246	2 180
Indicadores					
Dívida bruta/PIB (%)	13,6	13,1	15,0	15,5	16,1
Dívida líquida/PIB (%)	-3,1	-3,8	-2,0	-2,0	-1,9
Dívida bruta/exportações	1,4	1,3	1,6	1,6	1,7
Dívida bruta/exportação de bens e serviços	1,2	1,1	1,3	1,4	1,4
Dívida líquida/exportação	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Dívida líquida/exportação de bens e serviços	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Serviço dívida/exportação (%)	...	...	29,7	39,0	44,4
Serviço dívida/exportação de bens e serviços (%)	...	...	25,2	33,1	37,6
Reservas (liquidez) / dívida externa bruta (%)	115,6	120,2	106,1	106,4	105,9
Reservas (caixa) / dívida externa bruta (%)	113,9	114,8	103,1	104,1	104,5

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

2/ Dados estimados.

...: Dados não disponíveis.

Considerada a posição estimada para maio de 2015, o serviço da dívida externa aumentou 39,5% em relação à posição apurada de dezembro de 2014. As exportações de bens recuaram 6,8% e a razão entre esses indicadores atingiu 44,4% (29,7% em dezembro de 2014). A dívida bruta e o PIB em dólares recuaram 0,5% e 7,1%, respectivamente, resultando em crescimento de 1,1 p.p., para 16,1%, na relação dívida bruta/PIB. A relação dívida líquida/PIB passou de -2,0 para -1,9, no período.

A relação dívida bruta/exportações elevou-se de 1,6 para 1,7; a relação dívida líquida/exportações de bens e serviços manteve-se estável em -0,2; e a relação entre as reservas internacionais (conceito liquidez) e a dívida bruta recuou de 106,1% para 105,9%, no período.

5.6 Conclusão

Os resultados parciais para o balanço de pagamentos de 2015 ratificam a perspectiva de redução no *deficit* em transações correntes, em cenário de depreciação do real e desaceleração da atividade doméstica. Em relação à trajetória desses condicionantes no decorrer do ano, devem ser considerados os efeitos associados à evolução da taxa de câmbio e à continuidade dos ajustes em curso na condução da política macroeconômica do país.

Os ingressos líquidos de capitais seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimento estrangeiro direto e de investimentos em carteira. Esses afluxos, associados a taxas de rolagens de títulos e empréstimos próximas a 100% nos primeiros cinco meses deste ano, período em que houve concentração de vencimentos de empréstimos, evidenciam cenário confortável em termos de liquidez e de acesso ao mercado internacional.

Ressalte-se, ainda, que o estoque de reservas internacionais no conceito de liquidez permaneceu representando, em maio, cerca de 21 meses de importações de bens e o triplo das amortizações de compromissos de dívida total vincendas nos próximos doze meses.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2015

O Banco Central do Brasil (BCB) passou a compilar, desde abril de 2015, as estatísticas do Balanço de Pagamentos conforme a Sexta Edição do Manual de Balanço de Pagamento e Posição Internacional de Investimento do FMI (BPM6). Além de mudanças derivadas da adoção do mais recente padrão metodológico para contas externas, a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2015 considera os dados ocorridos desde o Relatório de Inflação de março, as atualizações em relação às tendências do cenário econômico internacional e no país, e as estatísticas mais recentes relativas ao estoque e ao serviço da dívida externa do país.

A projeção para o *deficit* em transações correntes em 2015 foi estimada em US\$81 bilhões (4,17% do PIB). O *superavit* comercial – em cenário de fortalecimento global do dólar norte-americano e de menor dinamismo da atividade doméstica – foi mantido em US\$3 bilhões, com as exportações atingindo US\$200 bilhões e as importações, US\$197 bilhões (reduções respectivas de 11% e de 14,7% em relação a 2014).

As estimativas para as despesas líquidas de serviços em 2015 foram reduzidas de US\$47,5 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$44,2 bilhões. A projeção para o *deficit* de viagens internacionais recuou de US\$17,5 bilhões para US\$14,5 bilhões. Essa alteração repercutiu, em parte, a retração de 24,3% nessas despesas, nos cinco primeiros meses do ano, influenciada pelas trajetórias da renda doméstica e da taxa de câmbio. O dispêndio líquido com transportes foi reduzido para US\$8 bilhões, acompanhando os menores fluxos de comércio. As despesas líquidas com aluguel de equipamentos foram mantidas em US\$23,5 bilhões (US\$22,6 bilhões em 2014).

As despesas líquidas com rendas primárias, antes denominadas rendas, estão projetadas em US\$41,6 bilhões para 2015 (US\$52,2 bilhões em 2014). As despesas líquidas de juros estão previstas em US\$20,9

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014			2015		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai	Jan- mai	Ano ^{1/}
Transações correntes	-7,9	-44,9	-104,8	-3,4	-35,8	-81,0
Balança comercial	0,5	-5,8	-6,2	2,6	-3,3	3,0
Exportações	20,7	89,9	224,6	16,7	74,5	200,0
Importações	20,2	95,7	230,9	14,2	77,8	197,0
Serviços	-4,4	-19,1	-48,5	-3,4	-17,2	-44,2
Viagens	-1,7	-7,7	-18,7	-1,0	-5,8	-14,5
Demais	-2,7	-11,4	-29,7	-2,4	-11,4	-29,7
Renda primária	-4,1	-20,8	-52,2	-2,7	-16,0	-41,6
Juros	-0,8	-8,6	-21,3	-0,8	-9,2	-20,9
Lucros e dividendos	-3,3	-12,3	-31,2	-1,9	-7,0	-21,0
Demais	0,0	0,1	0,4	0,0	0,2	0,4
Renda secundária	0,1	0,7	2,0	0,2	0,7	1,8
Conta capital	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3
Conta financeira	-6,6	-41,0	-100,4	-3,2	-34,0	-80,7
Investim. ativos ^{2/}	10,6	35,9	75,0	1,2	21,6	45,1
Inv. direto no ext.	5,3	16,0	26,0	0,9	9,8	25,0
Ativos de bancos	0,4	1,5	-1,7	-1,6	3,4	5,1
Demais ativos	4,9	18,4	50,7	1,9	8,4	15,0
Investim. passivos	19,0	85,0	187,8	9,5	64,7	139,0
IDP	9,6	39,3	96,9	6,6	25,5	80,0
Ações totais ^{3/}	6,6	7,5	11,8	2,1	10,0	15,0
Títulos no país	0,1	16,9	27,1	1,1	21,2	26,5
Emprést. e tít. LP	1,1	11,3	20,2	-1,4	-2,3	-6,3
Títulos públicos	-0,1	0,6	2,5	-0,0	-1,8	-1,8
Títulos privados	-0,2	0,6	-0,6	-0,0	-2,5	-0,0
Empréstimos dir.	1,2	9,1	17,1	-1,9	1,7	-
Demais ^{4/}	0,2	1,0	1,2	0,5	0,3	-4,5
Emprést. e tít. CP	0,4	6,4	24,9	0,4	3,6	2,0
Demais passivos ^{5/}	1,1	3,7	7,0	0,8	6,6	21,8
Derivativos	0,1	-0,2	1,6	1,4	2,3	-
Ativos de reserva	1,7	8,3	10,8	3,7	6,9	13,2
Erros e omissões	1,3	3,8	4,2	0,1	1,7	-
Memo:						
Transações corr./PIB (%)			-4,5			-4,2
IED / PIB (%)			4,1			4,1

1/ Projeção.

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

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

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

5/ Inclui crédito comercial passivo e outros passivos.

bilhões (US\$21,3 bilhões em 2014), já considerados o cronograma da nova posição de dívida, referente a março de 2015, e as alterações metodológicas. As despesas líquidas de lucros e dividendos estão projetadas em US\$21 bilhões para 2015 (US\$31,2 bilhões em 2014), incluídos os lucros reinvestidos. Nos cinco primeiros meses de 2015, as remessas líquidas de lucros e dividendos recuaram 43,3% comparativamente a igual período de 2014.

As estimativas para o ingresso líquido da conta de renda secundária, anteriormente denominada transferências unilaterais, foram reduzidas de US\$2,3 bilhões, no Relatório de Inflação anterior, para US\$1,8 bilhão.

Na conta financeira, espera-se que as captações líquidas superem as concessões líquidas em US\$80,7 bilhões. As estimativas para os investimentos diretos no exterior somam remessas líquidas de US\$25 bilhões (US\$26 bilhões em 2014).

Os ingressos líquidos de investimentos estrangeiros diretos no país são projetados em US\$80 bilhões (4,12% do PIB), dos quais US\$50 bilhões em participação no capital, incluídos reinvestimento de lucros, e US\$30 bilhões em operações intercompanhias. Estima-se, portanto, que o investimento estrangeiro direto financie o *deficit* projetado para as transações correntes em 2015 em sua quase totalidade.

As projeções para os ingressos líquidos em passivos de investimentos em carteira totalizaram US\$39,7 bilhões, compostos principalmente por ingressos relativos a papéis de renda fixa negociados no mercado doméstico, US\$26,5 bilhões, estáveis na comparação com 2014, e em ações, US\$15 bilhões. Os papéis soberanos deverão apresentar amortizações líquidas de US\$1,8 bilhão, em 2015. A projeção para a taxa de rolagem dos empréstimos diretos e títulos de renda fixa negociados no exterior permaneceu em 100%, acompanhando o resultado ocorrido nos cinco primeiros meses de 2015.

O estoque de operações de linha com recompra, que somava US\$10,5 bilhões em dezembro de 2014, recuou para US\$5,1 bilhões ao final de maio de 2015, em virtude de recompras líquidas de US\$5,5 bilhões, ocorridas nos primeiros cinco meses 2015.

No ano, considerada a estimativa de *superavit* de US\$15,6 bilhões para o hiato financeiro do balanço de pagamentos de mercado, deverá haver ampliação de US\$5,1 bilhões no saldo dos depósitos mantidos, no exterior, por bancos que operam no mercado de câmbio brasileiro. O valor restante, US\$10,5 bilhões, deverá ser utilizado pelos bancos para liquidar suas obrigações em linhas com recompra, junto ao BCB.

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

Discriminação	US\$ bilhões					
	2014*			2015*		
	Mai	Jan-mai	Ano	Mai	Jan-mai	Ano ^{2/}
Transações correntes	-7,9	-44,9	-104,8	-3,4	-35,8	-81,0
Juros de títulos de renda fixa negociados no país – despesas	-0,2	-3,3	-7,6	-0,1	-3,4	-6,5
Juros de remuneração de reservas – receitas	0,3	1,2	3,0	0,2	1,0	2,7
Lucros reinvestidos – receitas	0,5	2,6	6,0	0,3	1,9	5,0
Lucros reinvestidos – despesas	1,5	3,6	10,7	0,7	2,2	5,0
Transações correntes – hiato financeiro	-7,0	-41,9	-95,5	-3,1	-33,2	-77,2
Conta financeira	-8,6	42,6	-100,3	-5,0	-42,0	-92,8
Ativos	9,7	31,8	70,7	2,4	16,3	35,0
Investimento direto no exterior, exceto lucros reinvestidos	4,8	13,4	20,0	0,5	7,9	20,0
Investimento em carteira, exceto bancos	0,2	1,0	2,3	0,1	0,2	-
Outros investimentos, exceto bancos	4,7	17,3	48,5	1,8	8,2	15,0
Passivos	17,3	78,2	169,5	8,7	59,1	127,5
Investimento direto no país, exceto lucros reinvestidos	8,1	35,8	86,2	5,9	23,3	75,0
Investimento em carteira, exceto reinvestimento de juros no país	6,3	22,3	33,6	3,0	24,0	33,2
Outros investimentos	2,9	20,1	49,7	-0,2	11,8	19,4
Demais	-1,0	-3,7	-1,5	1,3	0,8	-0,3
Hiato financeiro ^{3/}	1,7	9,5	4,8	1,9	8,8	15,6
Intervenções líquidas do Banco Central ^{4/}	1,3	7,5	6,5	3,5	5,5	10,5
Bancos – variação de ativos no exterior ^{5/}	0,4	2,0	-1,7	-1,6	3,4	5,1

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.

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do Relatório de março de 2015. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o segundo trimestre de 2017 e para o crescimento do PIB até o primeiro trimestre de 2016. As projeções para a inflação são apresentadas em dois cenários principais. O primeiro, denominado cenário de referência, supõe que a taxa Selic será mantida inalterada durante o horizonte de previsão, em 13,75% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 2 e 3 de junho, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,10/US\$. O segundo cenário, denominado cenário de mercado, utiliza as trajetórias para a taxa Selic e para a taxa de câmbio que constam da pesquisa realizada pelo Gerin do Banco Central com analistas independentes. É importante ressaltar que esses cenários servem apenas para balizar as decisões de política monetária, e que suas hipóteses não constituem e nem devem ser vistas como previsões do Copom sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio. Deve-se observar ainda que as previsões aqui divulgadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a data de corte em 12 de junho de 2015.

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

6.1 Determinantes da inflação

A inflação medida pela variação do IPCA em doze meses alcançou 8,47% em maio, 2,10 p.p. acima da registrada até maio de 2014. De um lado, os preços livres acumulam variação de 6,82% em doze meses (7,07% até maio de 2014); de outro, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 14,09% (4,08% até maio de 2014). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 7,79% em doze meses (7,42% até maio de 2014), e a dos comercializáveis, 5,71% (6,67% até maio de 2014). Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação foi de 8,80% (7,67% até maio de 2014) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,23% (8,70% até maio de 2014) e permanece em patamar superior ao da variação dos preços livres.

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,70% em abril para 0,59% em maio, com o acumulado em doze meses em 7,22% (0,70 p.p. acima do registrado em maio de 2014). Especificamente, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,61% em abril para 0,31% em maio; o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,70% para 0,62%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 0,75% para 0,62%; e o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,74% para 0,66%. Já o núcleo por médias aparadas com suavização, deslocou-se de 0,72% para 0,75%. O índice de difusão do IPCA alcançou 70,2% em maio (3,5 p.p. acima do registrado em maio de 2014), e média nos últimos três meses de 71,6% (2,3 p.p. acima da média observada entre março e maio de 2014).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 0,92% em abril e 0,40% em maio. Assim, a variação atingiu 4,83% em doze meses (7,26% até maio de 2014). O principal componente do IGP-DI, o IPA, registrou 3,29% em doze meses até maio, 2,75% no segmento agropecuário e 3,50% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 8,63% em doze meses (6,57% até maio de 2014). Já o INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 5,74% em doze meses (7,75% até maio de 2014), com variação de 5,59% no custo de mão de obra e de 5,90% no custo de materiais, equipamentos e serviços.

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

setores da economia, recuou 1,07% em março, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses se deslocou para -1,26%. Por seu turno, o PMI composto para o Brasil se deslocou de 44,2 em abril para 42,9 em maio, indicando queda acentuada na atividade do setor privado.

Os índices ICI, ICC e ICS, da FGV, recuaram 1,6%, 0,6% e 1,6% em maio, respectivamente.

A atividade fabril recuou 1,2% em abril, após recuar 0,8% em março, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 4,8% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 7,6% em abril, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 23 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de abril com a de março, de acordo com a série com ajuste sazonal, o setor de bens de capital assinalou a redução mais acentuada (-5,1%), seguido pelo setor de bens de consumo semi e não duráveis (-2,2%), de bens de consumo duráveis (-1,8%) e de bens intermediários (-0,2%). Comparando-se a produção de abril com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-24,0%), bens de consumo duráveis (-17,1%), bens de consumo semi e não duráveis (-9,3%) e bens intermediários (-3,2%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação recuou 6,4% de março para abril de 2015, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 10,3% menor do que o registrado em abril de 2014.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 79,0% em maio. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de material para construção (82,8%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (72,1%). No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, recuou desde a divulgação do Relatório anterior. Em maio, 16,8% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos (14,5% em abril), e 1,8%, insuficientes (1,8% em abril), de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, os estoques permanecem elevados, em particular, nos setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,4% em março, em relação ao mesmo mês do ano anterior,

enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 0,7% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de -0,9% e -1,6%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses foi de 1,0% para o comércio varejista restrito e de -3,4% para o ampliado. Em março, houve retração no volume de vendas em sete dos dez segmentos pesquisados, considerando o índice sazonalmente ajustado.

O PIB a preços de mercado recuou 0,2% no primeiro trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após avanço de 0,3% no quarto trimestre de 2014), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 1,6% (redução de 0,2% no quarto trimestre de 2014, na mesma base de comparação). Em quatro trimestres, o PIB apresentou queda de 0,9% (contração de 0,7% no valor adicionado e de 1,9% nos impostos diretos). Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 0,6% em quatro trimestres; a do setor de serviços recuou 0,2%; ao passo que a industrial diminuiu 2,5%.

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

De acordo com a PNADC do IBGE, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em abril de 2015 foi estimada em 8,0%, com aumento de 0,9 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. Já de acordo com a PME, que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 6,4% em abril, com aumento de 0,2 p.p. em relação ao mês anterior e de 1,5 p.p. em relação a abril de 2014. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em abril registrou retração de 0,5% em relação a março e de 2,9% em relação ao mesmo mês do ano anterior. No que se refere ao emprego formal celetista, segundo dados divulgados pelo MTE, houve redução de 97,8 mil postos de trabalho formais em abril e fechamento de 137,0 mil vagas nos primeiros quatro meses

do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam o início de um processo de distensão no mercado de trabalho.

Além do aumento da massa salarial, a disponibilidade de crédito – em grande parte determinada pela estabilidade macroeconômica, pelo aperfeiçoamento da infraestrutura do sistema financeiro e por avanços institucionais ocorridos nos últimos anos – tem sido importante fator de sustentação do crescimento do consumo das famílias. A esse respeito, o Comitê destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já está sendo observado. A propósito, o saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.446,7 bilhões em abril, com crescimento nominal de 12,1% em relação a abril de 2014. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas – financiado principalmente com recursos direcionados – cresceu 26,3% e atingiu R\$460,4 bilhões, o que corresponde a 8,2% do PIB. Os indicadores de inadimplência têm mostrado estabilidade na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.614,3 bilhões em abril (9,0% superior ao observado em abril de 2014), e a taxa de juros média alcançou 18,5% (1,9 p.p. maior do que a observada em abril de 2014). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$605,4 bilhões (com crescimento de 14,1% em relação a abril de 2014).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na CVM atingiu R\$16,2 bilhões em doze meses até abril de 2015 (R\$17,2 bilhões até abril de 2014). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluindo emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$43,6 bilhões em doze meses até abril de 2015 (R\$67,1 bilhões no mesmo período do ano anterior). No total, o financiamento das empresas no mercado de capitais, mediante emissões de ações, debêntures, notas promissórias e recebíveis de direito creditório, atingiu R\$95,3 bilhões nos doze meses até abril de 2015 (R\$115,8 bilhões no mesmo período de 2014).

No que se refere ao comércio exterior, o *deficit* na balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$1,5 bilhão em maio (ante *superavit* de US\$2,9 bilhões em maio de 2014). Concorreram para esse resultado US\$209,7 bilhões em exportações e US\$211,2 bilhões em importações, com recuos de 12,2% e 10,5%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em maio de 2014. Em doze meses até abril, o *quantum* exportado recuou 1,7% e o preço

médio das exportações diminuiu 9,7%, enquanto o *quantum* importado recuou 4,3% e o preço médio das importações diminuiu 4,5%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$100,2 bilhões em abril de 2015, equivalente a 4,5% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$22,6 bilhões em termos líquidos (US\$25,5 bilhões em abril de 2014), e as despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos” – em grande parte destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$23,3 bilhões (US\$19,9 bilhões em abril de 2014). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$30,6 bilhões em doze meses até abril (US\$34,6 bilhões até abril de 2014), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US\$23,4 bilhões para US\$24,0 bilhões.

Os investimentos diretos no país têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$86,1 bilhões em doze meses até abril, equivalente a 3,9% do PIB.

Sobre a atividade global, desde o Relatório anterior, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, cenário de recuperação da atividade em algumas economias maduras e de intensificação do ritmo de crescimento em outras. Especificamente sobre a Europa, em que pesem avanços recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Nos Estados Unidos, apesar de dados mais fracos do que os antecipados para o primeiro trimestre deste ano, consolida-se a visão de sustentabilidade da recuperação da atividade que se observou nos últimos trimestres. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade tem sido revisado para baixo.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* aumentou desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$64. A complexidade geopolítica que envolve o setor do petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda e da oferta global. Em relação às demais *commodities*, houve elevação de 0,47% nos preços das metálicas e de 5,52% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 12 de junho, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), apresentava elevação de 2,31% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de março de 2015.

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

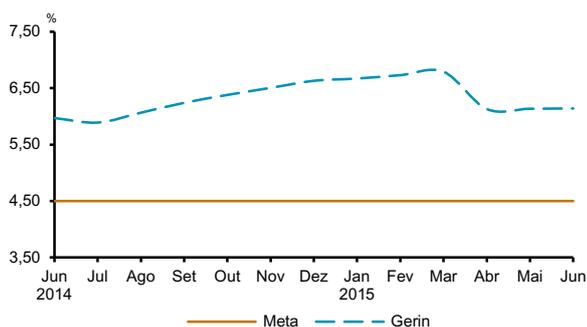
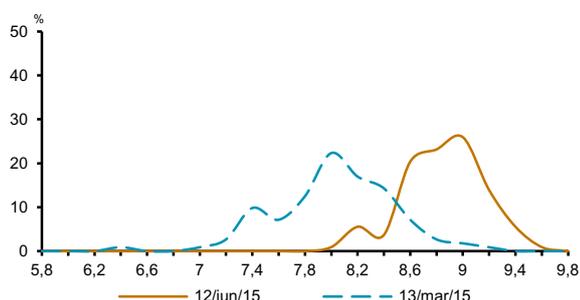


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2015

Frequência relativa



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2015 deslocou-se de -0,78% para -1,35%, entre 13 de março, data de corte do Relatório anterior, e 12 de junho. Para 2016, a taxa de crescimento se deslocou de 1,30% para 0,90%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 7,93% para 8,79%, para 2015; e de 5,60% para 5,50%, para 2016. Já a inflação projetada para os próximos doze meses teve redução de 0,48 p.p., deslocando-se de 6,58% para 6,10%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de março de 2015, houve redução da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2015, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,44% para 0,30%.

6.2 Riscos associados e implementação da política monetária

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

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

Do lado externo, em linhas gerais, desde o Relatório anterior, mantiveram-se inalteradas as perspectivas de atividade global mais intensa no horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, note-se que as evidências apontam taxas de crescimento relativamente mais homogêneas nas economias maduras, ainda que baixas e abaixo do crescimento potencial, notadamente na Área do Euro. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam

moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de focos de volatilidade nos mercados de moedas e de renda fixa. Do lado interno, o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade inferior ao potencial, mas que tende a se intensificar na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico as mudanças na composição da demanda e da oferta agregada, a dinâmica do mercado de trabalho e os dois importantes processos de ajustes de preços relativos ora em curso na economia e já citados em Relatórios anteriores – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres.

No âmbito internacional, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras, apesar de nessas economias, de modo geral, permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal. Nos Estados Unidos, a despeito de uma expansão econômica menos vigorosa no primeiro trimestre de 2015 em relação àquela do último trimestre de 2014, persiste a tendência de recuperação consistente no mercado de trabalho em ambiente que combina níveis moderados de inflação, favorecidos, em grande parte, pela queda nos preços de *commodities* de energia. No Japão, o banco central segue com o programa de estímulo monetário com vistas a aumentar a taxa de expansão de sua economia e evitar o risco de uma espiral deflacionária. Na Área do Euro, o nível de atividade econômica continua fraco e desigual e ainda há certo ceticismo quanto à solidez do sistema bancário de algumas economias da região. Esses fatores se manifestam na fragilidade do mercado de crédito, do emprego e dos investimentos. Entretanto, o programa de expansão monetária do BCE, o menor preço do petróleo e a desvalorização do euro contribuem, de maneira geral, para uma melhor perspectiva de crescimento neste e no próximo ano na Área do Euro, apesar de ainda existirem riscos pontuais. Em relação a riscos para a atividade global, destacam-se aqueles decorrentes do início do processo de normalização das condições monetárias em importantes economias maduras.

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

curva de juros em importantes centros financeiros e focos de volatilidade nos mercados financeiros internacionais – são forças que se contrapõem. O Comitê também destaca a relevância da transmissão via canal de expectativas, que afeta investimentos, no caso dos empresários; e consumo, no caso das famílias. Nesse contexto, nota que, apesar de avanços em importantes economias maduras, as principais economias emergentes, em geral, têm apresentado perda de dinamismo, em que pese a resiliência da demanda doméstica. Dessa forma, indicadores recentes sugerem que as taxas de crescimento para o conjunto das economias emergentes tendem a permanecer relativamente elevadas, mas com distribuição díspar e em patamares inferiores aos observados em anos recentes.

Em resumo, o Comitê avalia que, no horizonte relevante, o cenário de maior crescimento global – não obstante a heterogeneidade de sua distribuição –, combinado com a depreciação do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais, milita no sentido de tornar a demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

O Copom considera que, desde o Relatório anterior, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Esses riscos se traduzem, por exemplo, na reversão parcial do processo de compressão de prêmios de risco e de elevação de preços de ativos. De fato, os preços de seguro contra *default* (CDS) de bancos e de alguns soberanos – em particular da periferia europeia – seguiram em nível elevado ao longo deste trimestre, ao mesmo tempo em que os mercados acionários de importantes economias emergentes apresentaram valorização desde o Relatório anterior. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo.

Os índices agregados de preços de *commodities* medidos em dólares mostraram recuperação, na comparação com valores registrados entre março e maio deste ano, notavelmente no segmento de energia. No entanto, essa recuperação não foi suficiente para que os níveis observados ao final de 2014 fossem recuperados. O Comitê destaca que, não obstante a volatilidade observada nos mercados, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Especificamente sobre o preço do petróleo, ressalta que sua influência sobre a inflação doméstica não se materializa exclusivamente por intermédio do preço local da gasolina, mas também via cadeias produtivas como a

petroquímica e pelo canal de expectativas de consumidores e de empresários.

No âmbito interno, o Copom reitera que os indicadores disponíveis sobre as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica em 2015 será inferior ao potencial. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência de eventos não econômicos, e o consumo privado mostra sinais de moderação. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, o ritmo de atividade tende a se intensificar, na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária. O setor de serviços, por sua vez, tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes.

Na visão do Copom, as mudanças citadas no parágrafo anterior antecipam uma composição do crescimento de médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. Nessa direção também apontam avanços em qualificação da mão de obra e o programa de concessão de serviços públicos. Nesse contexto, o Comitê entende que, em prazos mais longos, emergem bases para ampliação da taxa de investimento da economia, para uma alocação mais eficiente dos fatores de produção e, conseqüentemente, para que as taxas de crescimento do PIB potencial e efetivo retomem patamares mais elevados. O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade da materialização das mudanças acima citadas e dos ganhos delas decorrentes depende, pelo lado doméstico, do fortalecimento da confiança de firmas e famílias, da resolução de incertezas no lado da oferta agregada e da materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais; pelo lado externo, de resoluções de incertezas que ora se apresentam, por exemplo, no campo da política monetária de importantes economias maduras.

No mercado de fatores, como antecipado no Relatório anterior, o Copom observa que a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho tem arrefecido, com

alguns dados confirmando o início de um processo de distensão nesse mercado. No entanto, o Comitê pondera que é preciso ampliar o horizonte de observações e que ainda prevalece risco significativo relacionado, particularmente, à possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a inflação. Neste ponto, cumpre registrar que a teoria – no que é respaldada pela experiência internacional – ensina que moderação salarial constitui elemento-chave para a obtenção de um ambiente macroeconômico com estabilidade de preços.

Ainda sobre o mercado de trabalho, o Copom entende que existem riscos decorrentes da presença, na economia brasileira, de mecanismos que favorecem a persistência da inflação, derivados da possibilidade de as negociações salariais atribuírem peso excessivo à inflação passada, em detrimento da inflação futura. Nesse contexto, não obstante a concessão de reajustes para o salário mínimo não tão expressivos, bem como a ocorrência de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos.

Sobre o fator capital, a taxa de investimento da economia em doze meses, calculada a partir da atual metodologia de Contas Nacionais do IBGE, apresentou, no início de 2015, redução pelo quarto trimestre consecutivo. Especificamente no segmento empresarial, três fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação de capital fixo: a baixa confiança de empresários, a evidência de estreitamento das margens de lucro e a volatilidade observada nos mercados de moeda. Ainda sobre o fator capital, note-se que a utilização da capacidade instalada apresentou nova redução no trimestre terminado em abril – aproximando-se dos níveis observados durante a fase aguda da crise de 2008/2009 –, com manutenção do elevado grau de heterogeneidade da utilização setorial, compatível com o observado no Relatório de Inflação anterior.

Em termos do conjunto de indicadores de ociosidade da economia, o Copom nota que, de modo geral, medidas convencionais de hiato do produto encontram-se em território desinflacionário, em linha com as taxas de expansão da atividade observadas recentemente – menores do que as estimativas de crescimento potencial da economia. Considerando as perspectivas de crescimento (conforme consta na seção 6.3), o Comitê avalia que nos próximos trimestres essas medidas de hiato tendem a permanecer em território desinflacionário.

No que se refere à política fiscal, o Copom observa que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. Nesse sentido, o Comitê considera que o indicador fiscal utilizado nas projeções de inflação (o *superavit* primário estrutural) tende a manter certa estabilidade no horizonte relevante para a política monetária, portanto, a gerar impulsos fiscais (a variação do *superavit* primário estrutural entre dois períodos) de magnitude desprezível. O Copom, todavia, pondera que não se pode descartar migração da política fiscal para a zona de contenção.

A propósito, o Comitê entende que a geração de *superavit* primários que fortaleçam a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo, por conseguinte, diminuindo o custo de financiamento da dívida pública. Além disso, uma política fiscal mais contida repercutirá favoravelmente sobre o custo de capital de modo geral, o que, por sua vez, estimulará o investimento privado no médio e no longo prazo. Especificamente sobre o combate à inflação, o Comitê destaca que a literatura e as melhores práticas internacionais recomendam um desenho de política fiscal consistente e sustentável, de modo a permitir que as ações de política monetária sejam plenamente transmitidas aos preços.

O Copom entende que uma fonte de risco para a inflação reside no comportamento das expectativas de inflação, impactadas negativamente nos últimos meses pelo nível elevado da inflação corrente, pela dispersão de aumentos de preços, pelos processos ora em curso de ajuste de preços relativos, entre outros fatores. Cabe notar que o descasamento sistemático entre aumentos de salários e de preços, a elevada difusão da inflação e aumentos de preços de bens e serviços frequentemente adquiridos – a exemplo de alimentos e serviços públicos – constituem indicativos de que a inflação percebida pelos agentes econômicos pode estar sendo superior à inflação efetiva. Ainda em relação às expectativas de inflação, o Comitê observa que estas se encontram próximas ou na meta de 4,5% a.a. nos horizontes de médio e longo prazo. No entanto, o Comitê destaca que, apesar de redução, as expectativas de inflação para o final de 2016 ainda mostram diferença relevante em relação à meta. Isso, a despeito da queda em comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação de março e da significativa elevação das expectativas de inflação para o ano corrente. Esses fatos constituem um importante sinal sobre os efeitos da estratégia atual de política monetária.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já está sendo observado. A esse respeito, importa destacar que, após ciclo de forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo está passando por um período natural de moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos e, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, assim como ações recentemente implementadas, o Comitê considera oportuno reforçar as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

O Copom ressalta que, desde o Relatório anterior, os preços de ativos domésticos evoluíram de acordo com mudanças na aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à publicação de novos indicadores e/ou sinalizações feitas por autoridades que apontem início do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos. Importa destacar, adicionalmente, que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos, ainda que parcialmente e em função da percepção de solidez macroeconômica e financeira, aos ativos domésticos.

Especificamente sobre essa transmissão, cabe ressaltar que alguns elementos contribuem para reduzir os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços domésticos, como a variação da taxa de câmbio efetiva menor do que a taxa bilateral R\$/US\$, o desempenho da economia em 2015 mais fraco do que o inicialmente antecipado, o comportamento mais benigno dos preços das *commodities* nos mercados internacionais e a posição mais restritiva da política monetária.

O Copom destaca que, nas economias de mercado, no longo prazo os preços tendem a apresentar taxas de crescimento relativamente próximas. Nesse sentido, em linha com as projeções constantes na próxima seção, o Comitê reitera os efeitos da ocorrência de um processo de realinhamento entre preços administrados e preços livres. Em outra perspectiva, o Comitê nota que o real se depreciou nos últimos três anos em relação às moedas de importantes parceiros comerciais do Brasil e, dessa forma, também reitera os efeitos da ocorrência de um processo de realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais. Prospectivamente, o Comitê reafirma

que uma das funções da política monetária é fazer com que os efeitos desses realinhamentos sobre a inflação se circunscrevam ao curto prazo e não se transmitam para horizontes mais longos.

Na visão do Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, os efeitos dos dois supracitados importantes e necessários processos de ajustes de preços relativos na economia.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas na próxima seção, o Comitê nota, conforme antecipado, que esses ajustes fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.

Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,25% a.a., sem viés, na reunião de abril; e em 0,50 p.p., para 13,75% a.a., sem viés, na reunião de junho.

Em abril e em junho, votaram pela elevação da taxa Selic para 13,25% a.a. e para 13,75% a.a., respectivamente, os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.

O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a se estabilizar, devido a fatores como emprego, renda e crédito; de outro, o financiamento imobiliário, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações devem ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos e, neste ano, a dinâmica de recomposição de preços administrados são fatores importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, ao final de 2016.

A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes. Nesse contexto, o Copom reafirma que a política monetária deve manter-se vigilante.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

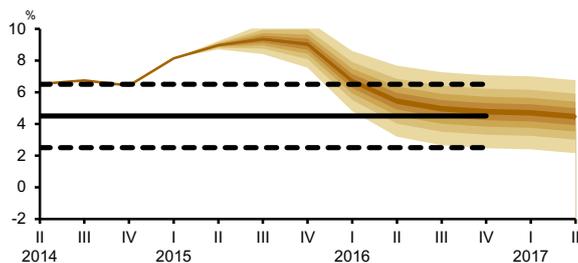
De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 12 de junho de 2015 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,10/US\$, e a meta para a taxa Selic em 13,75% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de junho de 2015 – ante R\$3,15/US\$ e 12,75% a.a. considerados no Relatório de Inflação de março de 2015.

O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média elevaram-se em comparação aos valores divulgados no Relatório anterior. Para o último trimestre de 2015, a taxa média passou de R\$3,09/US\$ para R\$3,19/US\$. Para o final de 2016, a taxa de câmbio passou de R\$3,11/US\$ para R\$3,30/US\$. Para o final de 2017, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$3,40/US\$, ante R\$3,10/US\$ no Relatório anterior.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2015 aumentaram de 13,00% a.a. para 14,00% a.a. e, para o final de 2016, deslocaram-se de 11,50% a.a. para 12,00% a.a. Para o final de 2017, as expectativas deslocaram-se de 10,50% a.a. para 11,00% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 2 p.b. e -164 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (13,75% a.a.), no quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 13,7% para 2015, ante 11,0% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera variações ocorridas, até maio, nos preços da gasolina (9,3%) e do gás

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 13,75% a.a. (Cenário de referência)
Leque de inflação



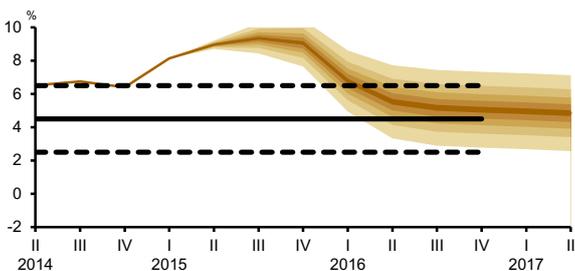
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Tabela 6.1 – Inflação do IPCA, com juros constantes de 13,75% a.a. (Cenário de referência)

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2015 2	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,1	9,0
2015 3	9,0	9,1	9,3	9,4	9,6	9,7	9,3
2015 4	8,4	8,7	8,9	9,1	9,4	9,6	9,0
2016 1	5,9	6,3	6,6	6,8	7,1	7,5	6,7
2016 2	4,5	4,9	5,3	5,6	6,0	6,3	5,4
2016 3	4,0	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	5,0
2016 4	3,8	4,2	4,6	4,9	5,3	5,7	4,8
2017 1	3,8	4,2	4,5	4,9	5,2	5,6	4,7
2017 2	3,5	3,9	4,3	4,6	5,0	5,4	4,5

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

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



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

de bujão (4,3%), bem como as hipóteses, para o acumulado de 2015, de redução de 3,0% nas tarifas de telefonia fixa e de aumento de 43,4% nos preços da eletricidade. Cabe destacar que, no caso de itens para os quais se dispõe de mais informações, as projeções são individualizadas; nos demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). De acordo com esses modelos, em ambos os cenários, a projeção de reajustes dos itens administrados por contrato e monitorados é de 5,3% para 2016, mesmo valor considerado no Relatório anterior.

Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de R\$66,3 bilhões em 2015 e de 2% do PIB em 2016. Cabe destacar, ainda, que, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

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

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 9,0% em 2015, 1,1 p.p. maior do que a projetada no Relatório de março de 2015 e acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN. De acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, no cenário de referência, a projeção para o segundo trimestre de 2015 é de 9,0%, desloca-se para 9,3% no terceiro trimestre, e recua para 9,0% no final do ano. Em 2016, a projeção recua para 6,7% no primeiro trimestre, segue em declínio para 5,4% e 5,0% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, e encerra o ano em 4,8%. Em 2017, a projeção para o primeiro trimestre é de 4,7% e recua para 4,5% no segundo trimestre.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 99% e, em 2016, de 11%.

No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 9,1% em 2015, 0,1 p.p. acima do valor projetado no cenário de referência e 1,2 p.p. acima da projeção constante do Relatório anterior. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela

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

Período	Intervalo de probabilidade						Projeção central
	50%		30%		10%		
2015 2	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,1	9,0
2015 3	9,0	9,1	9,3	9,4	9,6	9,7	9,3
2015 4	8,5	8,7	9,0	9,2	9,4	9,6	9,1
2016 1	6,0	6,3	6,6	6,9	7,2	7,5	6,8
2016 2	4,6	5,0	5,4	5,7	6,0	6,4	5,5
2016 3	4,2	4,6	5,0	5,3	5,7	6,1	5,2
2016 4	4,1	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	5,1
2017 1	4,0	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	5,0
2017 2	3,9	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8	4,8

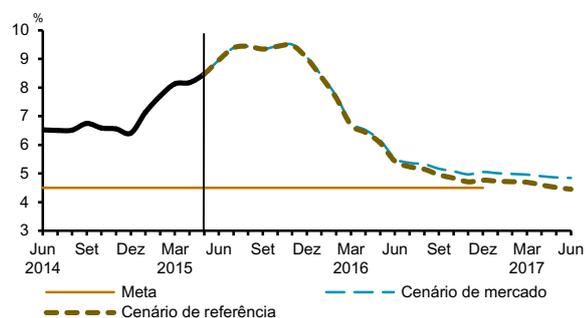
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

1/ De acordo com o Gerin.

Tabela 6.3 – Projeções do Relatório de Inflação de março de 2015

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2015 I	8,1	8,1
2015 II	8,0	8,0
2015 III	8,2	8,1
2015 IV	7,9	7,9
2016 I	5,9	5,8
2016 II	5,4	5,3
2016 III	5,0	5,0
2016 IV	4,9	5,1
2017 I	4,7	4,9

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



6.2, a projeção indica que a inflação acumulada em doze meses no segundo trimestre de 2015 é de 9,0%, se desloca para 9,3% no terceiro trimestre e recua para 9,1% no encerramento do ano. Para o primeiro trimestre de 2016, a projeção encontra-se em 6,8%, recua para 5,5% e 5,2% no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano de 2016 em 5,1%. Em 2017, a projeção de inflação no primeiro trimestre encontra-se em 5,0%, recuando para 4,8% no segundo trimestre.

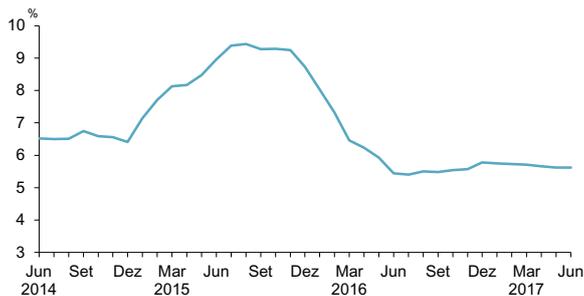
No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2015 situa-se em torno de 99% e, em 2016, de 15%.

A comparação das trajetórias apresentadas neste Relatório com as divulgadas no anterior – as últimas constantes da Tabela 6.3 –, no cenário de referência, mostra elevação das projeções de inflação entre o segundo trimestre de 2015 e o primeiro trimestre de 2016. Isso se deve, em parte, à maior projeção para a variação dos preços administrados por contrato e monitorados e à inflação ocorrida superior à projetada. No último trimestre de 2016, há redução das projeções, que encerram o ano em patamar inferior ao considerado no Relatório anterior. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue padrão semelhante ao do cenário de referência até o primeiro trimestre de 2016. Para o segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção no cenário de mercado encontra-se acima da apresentada no Relatório anterior, mas encerra o ano no mesmo patamar considerado em março. Para o primeiro trimestre de 2017, as projeções estão no mesmo patamar daquelas apresentadas no Relatório anterior no cenário de referência e acima no cenário de mercado.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado até o segundo trimestre de 2017, e a trajetória de metas. Até maio de 2015, os valores referem-se à inflação ocorrida e, a partir de então, as trajetórias consideram projeções associadas aos respectivos cenários para a construção dos valores acumulados. Nos dois cenários, as projeções indicam que a inflação acumulada em doze meses tende a permanecer elevada em 2015, mas ainda no final deste ano entra em longo período de declínio.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até maio de 2015, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões.

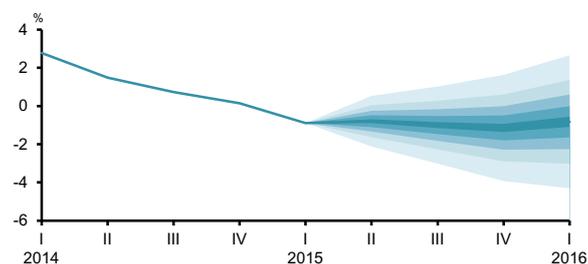
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 13,75% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



Segundo esses modelos, a projeção de inflação se eleva no segundo trimestre de 2015, declinando a partir de setembro de 2015 e convergindo para a média incondicional ao final do horizonte de projeção.

O Gráfico 6.7 mostra o leque de crescimento do produto construído com base nas hipóteses do cenário de referência. Tendo em vista que o exercício de projeção do PIB utiliza duas variáveis não diretamente observáveis – produto potencial e hiato do produto –, os erros de previsão associados a essas projeções são consideravelmente maiores do que os erros contidos nas projeções de inflação. De acordo com esse cenário, o crescimento projetado do PIB acumulado em quatro trimestres é de -1,1% para 2015 (0,6 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -0,8% para o acumulado em quatro trimestres até o primeiro trimestre de 2016.

Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2015

Os modelos de projeção constituem importante insumo para auxiliar o processo de tomada de decisão do Comitê de Política Monetária (Copom). Especificamente, dentre os modelos de projeção de inflação do Banco Central do Brasil, os modelos semiestruturais de pequeno porte têm sido uma das principais ferramentas¹. Em linha com o procedimento adotado nos últimos anos, para manter o elevado nível de transparência das ações de política monetária, este boxe atualiza as informações, tomando como base as revisões periódicas mais recentes, sobre as três classes de modelos semiestruturais de pequeno porte: (i) modelos agregados; (ii) “modelo de preços desagregados”, para os segmentos de serviços, alimentação no domicílio e produtos industriais; e (iii) “modelo CNC”, para preços de bens comercializáveis e não comercializáveis². Na estrutura básica desses modelos, o lado da oferta da economia é constituído por curvas de *Phillips*; o lado da demanda por uma curva IS que descreve a dinâmica do hiato do produto; e a inclinação da estrutura a termo da taxa de juros é descrita por meio de uma equação que relaciona a taxa de juros de política (Selic) à taxa de juros de longo prazo (*swap* pré-DI de 360 dias). Note-se que, nos modelos agregados, há uma curva de *Phillips* para a inflação de preços livres; no “modelo de preços desagregados” há três curvas de *Phillips* adicionais que descrevem a inflação de cada um dos setores (serviços, alimentação no domicílio e produtos industriais); e no CNC, as duas curvas de *Phillips* adicionais descrevem a inflação de cada um dos dois setores (comercializáveis e não comercializáveis).

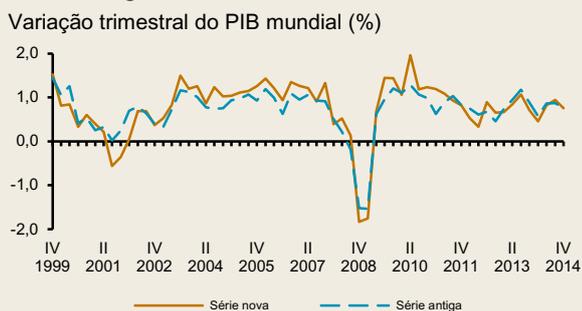
1/ O Banco Central tem publicado informações sobre a estrutura dos seus modelos pequenos, incluindo a descrição original de Bogdanski *et al.* (2000) e publicações posteriores tais como Lima *et al.* (2011), além dos boxes “Atualizações nos Modelos de Previsão de Inflação Utilizados pelo Banco Central”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

2/ O modelo de preços desagregados foi inicialmente descrito no boxe “Previsão de Inflação com Curvas de Phillips com Preços Desagregados” (Relatório de Inflação de março de 2010). O modelo CNC foi inicialmente descrito no boxe: “Projeção de Inflação Utilizando Modelo Semiestrutural Desagregado: Bens Comercializáveis e Não Comercializáveis” (Relatório de Inflação de setembro de 2012). O Banco Central também possui outros modelos de projeção, incluindo o de preços administrados (“Preços Administrados por Contratos e Monitorados: Atualização dos Modelos de Projeção e dos Coeficientes de Repasse Cambial”, divulgado no Relatório de Inflação de junho de 2012).

Modelos agregados de pequeno porte

Uma das inovações desta revisão foi a mudança da metodologia de cálculo do Produto Interno Bruto (PIB) mundial. Na metodologia anterior, combinava-se o produto agregado do conjunto de países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e da China, ponderando-os pelos respectivos volumes de comércio com o Brasil. A nova medida de PIB mundial, por sua vez, é construída a partir do PIB de doze países mais a Área do Euro, sendo o produto de cada país/região ponderado pela sua participação nas exportações brasileiras. Com isso, incorporam-se parceiros comerciais relevantes, como Argentina, Índia e Venezuela, e a ponderação, ao considerar apenas as exportações, procura refletir a contribuição desses países para a demanda externa. Para comparação, o Gráfico 1 apresenta as séries de PIB mundial calculadas segundo a metodologia atual e a anterior. Pode-se observar que, embora sejam bem correlacionadas, apresentam comportamentos distintos em determinados períodos³.

Gráfico 1 – Séries de PIB mundial, segundo a metodologia nova e a anterior



A revisão dos modelos incorporou em suas estimações a série de PIB calculada segundo a nova metodologia do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em comparação à antiga, a nova série indica maior crescimento para os anos recentes.

No que se refere à curva de *Phillips* para a inflação de preços livres, tem-se:

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

na qual π_t^L é a inflação de preços livres do IPCA, $E_t \pi_{t+i}$ é a expectativa corrente acerca da inflação i trimestres à frente, π_t é a inflação plena medida pela variação do IPCA, π_t^* é a inflação externa medida pela variação do índice *Commodity Research Bureau* (CRB) expresso em moeda nacional, h_t é uma medida do hiato do produto, $Z_t^{\pi,n}$ é a variável de controle n , e ε_t é um termo de erro. As variáveis de controle são *proxies* para choques de oferta, por exemplo, inovações no preço

3/ No início da década de 2000, há um descolamento das séries devido à crise argentina. No período 2003-2007, caracterizado por elevado crescimento dos países emergentes, a nova série mostra um crescimento maior na medida em que atribui um peso mais elevado a esses países. Efeito semelhante ocorre logo após o início da crise de 2008, quando os países emergentes apresentaram desempenho superior ao dos desenvolvidos.

Gráfico 2 – Evolução da soma dos coeficientes de repasse cambial

Média dos modelos pequenos, em percentual



internacional do petróleo (em reais) e o descasamento entre preços no atacado e no varejo. Importante destacar que os parâmetros estimados satisfazem à restrição de verticalidade da curva de *Phillips* no longo prazo:

$$\sum_{i > 0} \alpha_{1i} + \sum_{j > 0} \alpha_{2j} + \sum_{k \geq 0} \alpha_{3k} = 1$$

O Gráfico 2 apresenta a evolução da soma dos coeficientes de repasse cambial ao longo do tempo. Nota-se que, após uma tendência declinante observada de 2005 a 2010, as estimativas do repasse cambial têm se mantido relativamente estáveis nas revisões mais recentes dos modelos, em níveis próximos à metade dos valores estimados para 2004/2005.

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

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

na qual r_t é a taxa de juros real, medida pela taxa de juros nominal *swap* pré-DI de 360 dias deflacionada pela expectativa de inflação relativa ao período de vigência do contrato de *swap*, Δsup_t é a variação do *superavit* primário estrutural, $\Delta \bar{y}_t^*$ é a taxa de crescimento do produto potencial mundial, Δh_t^* é a variação do hiato do produto mundial e u_t é um termo de erro⁴.

A equação da curva de juros define o *spread* entre a taxa de longo prazo (*swap*) e a taxa de curto prazo (Selic) como função de suas defasagens, da variação da inflação esperada, da dinâmica do hiato do produto, e de variáveis de controle, conforme abaixo:

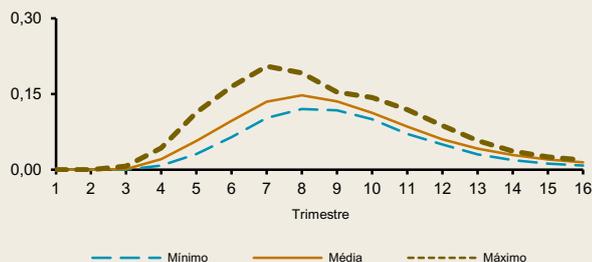
$$(3) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \sum_{i > 0} \gamma_{1i} (Swp_{t-i} - S_{t-i}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \sum_{k > 0} \gamma_{3k} \Delta h_{t-k} + \sum_{m \geq 0} \sum_n \gamma_{4m}^n Z_{t-m}^{Swp,n} + v_t,$$

na qual Swp_t é a taxa *swap* pré-DI de 360 dias e S_t é a taxa Selic, ambas nominais; $\Delta E_t \pi_{t+3}^4$ é a variação da expectativa de inflação em t para o período do contrato

4/ Como consequência das modificações implementadas nesta revisão do modelo, de uma alteração metodológica das séries utilizadas para seu cálculo, e da atualização dos dados utilizados na última reestimação, o *spread* ao tomador final não mais se mostrou significativo e foi retirado das especificações da curva IS.

Gráfico 3 – Resposta da inflação ao hiato do produto mundial, modelos de pequeno porte^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Aumento de 1 p.p. no hiato do produto mundial.

de *swap* considerado; Δh_t é a variação do hiato do produto; $Z_t^{Swp,n}$ corresponde às variáveis de controle da equação, como a variação do prêmio de risco medido pelo Embi Brasil, variações nos requerimentos de capital dos bancos e nos recolhimentos compulsórios; e v_t é um termo de erro. Importante ressaltar que, assim como em (1), as variáveis de controle não afetam o equilíbrio de longo prazo do modelo, pois, por construção, possuem média igual a zero.

A título de exemplo, o Gráfico 3 apresenta a resposta média, mínima e máxima da inflação plena (em pontos percentuais, p.p.) a um aumento permanente de 1 p.p. no hiato do produto mundial, obtidas a partir de cinco especificações dos modelos pequenos agregados. Conforme esperado, uma expansão da economia mundial aumenta a demanda agregada doméstica e, por conseguinte, pressiona a inflação. O efeito máximo ocorre cerca de dois anos após o início da expansão⁵.

Modelo de preços desagregados

O modelo de preços desagregados, equações (4) a (9), incorpora as mesmas mudanças efetuadas nos modelos com curvas de Phillips agregadas. Nesse modelo, a economia é dividida em três setores: (i) serviços, (ii) alimentação no domicílio⁶, e (iii) produtos industriais. Dessa forma, são especificadas três curvas de *Phillips* setoriais, além da curva agregada para o conjunto dos preços livres; bem como são especificadas uma curva IS (8) e uma curva de juros (9).

$$(4) \pi_t^S = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^S D_i + \beta_1^S \frac{\sum_{i=1}^4 \pi_{t-i}^S}{4} + (1 - \beta_1^S) E_t \pi_{t+1} + \gamma^S \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + \delta^S \Delta S M_{t-1} + \varepsilon_t^S$$

$$(5) \pi_t^{AD} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{AD} D_i + \beta_1^{AD} \pi_{t-1} + \beta_2^{AD} E_t \pi_{t+1} + (1 - \beta_1^{AD} - \beta_2^{AD}) \pi_{t-1}^* + \gamma^{AD} \frac{\sum_{i=1}^2 h_{t-i}}{2} + \varepsilon_t^{AD},$$

$$(6) \pi_t^{PI} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{PI} D_i + \beta_1^{PI} \pi_{t-1} + \beta_2^{PI} \frac{\sum_{i=1}^4 E_t \pi_{t+i}}{4} + (1 - \beta_1^{PI} - \beta_2^{PI}) \pi_{t-1}^* + \varepsilon_t^{PI},$$

$$(7) \pi_t^L = \omega_t^S \pi_t^S + \omega_t^{AD} \pi_t^{AD} + \omega_t^{PI} \pi_t^{PI},$$

5/ O cálculo das funções de resposta a impulso apresentadas considera a inflação de preços administrados como exôgena, sendo assim, esta não responde aos choques considerados.

6/ Nos boxes anteriores, referiu-se a esse setor como “alimentos e bebidas no domicílio”. Neste box, adotou-se para o setor a denominação oficial do correspondente subgrupo no IPCA.

$$(8) h_t = \alpha + \theta h_{t-1} + \varphi_1 r_{t-1} + \varphi_2 \frac{\sum_{i=1}^6 \Delta sup_{t-i}}{6} + \varphi_3 \frac{\sum_{i=1}^3 \Delta h_{t-i}^*}{3} + \mu_t,$$

$$(9) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \gamma_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \gamma_3 \Delta h_{t-1} + v_t,$$

A fim de garantir a consistência interna do modelo, são atendidas as seguintes restrições:

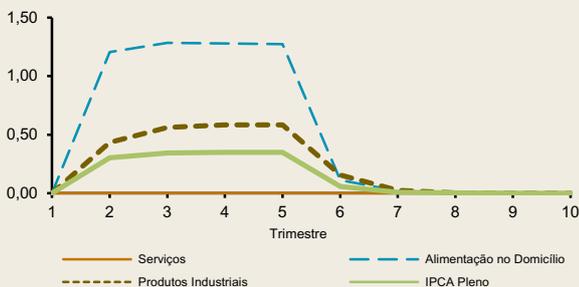
$$\gamma^{AD} = \gamma^S \frac{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{AD}}{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^S},$$

$$\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{PI} = 0.$$

Nas equações acima, π_t^S , π_t^{AD} , π_t^{PI} representam a inflação de serviços, de alimentação no domicílio, e de produtos industriais, respectivamente; D_i são *dummies* sazonais; ΔSM_t é a variação do salário mínimo; ω_t^S , ω_t^{AD} , ω_t^{PI} são os pesos das respectivas inflações setoriais na inflação de preços livres, tais que $\omega_t^S + \omega_t^{AD} + \omega_t^{PI} = 1$; e ε_t^S , ε_t^{AD} , ε_t^{PI} , μ_t e v_t são os termos de erro das equações.

Gráfico 4 – Resposta da inflação ao câmbio, modelo desagregado^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Desvalorização de 10% da taxa de câmbio.

O Gráfico 4 apresenta, como exemplo de função de reação do modelo, a resposta da inflação plena, a uma desvalorização de 10% na taxa de câmbio. Choques de câmbio afetam as inflações de alimentação no domicílio e de produtos industriais diretamente pelo repasse cambial estimado nas respectivas curvas de Phillips setoriais. O efeito máximo ocorre em cerca de três trimestres no setor de alimentação no domicílio e em quatro trimestres no setor de produtos industriais e na inflação plena.

Modelo de bens comercializáveis e não comercializáveis

No modelo CNC, a economia é dividida em dois setores: (i) bens comercializáveis; e (ii) bens não comercializáveis. Portanto, são especificadas duas curvas de *Phillips* setoriais, além de uma curva agregada para os preços livres. De acordo com as equações (10) a (14), esse modelo também incorpora as inovações contidas nos modelos com curvas de *Phillips* agregadas; e, assim como aqueles, também possui uma curva IS e uma curva de juros.

$$(10) \pi_t^{NC} = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{NC} D_i + \beta_1^{NC} \frac{\sum_{i=1}^6 \pi_{t-i}^{NC}}{6} + (1 - \beta_1^{NC}) E_t \pi_{t+1} + \gamma^{NC} h_{t-1} + \delta^{NC} \Delta S M_{t-1} + \varepsilon_t^{NC},$$

$$(11) \pi_t^C = \sum_{i=1}^4 \alpha_i^C D_i + \beta_1^C \pi_{t-1} + \beta_2^C E_t \pi_{t+1} + (1 - \beta_1^C - \beta_2^C) \frac{\sum_{i=1}^2 \pi_{t-i}^*}{2} + \gamma^C h_{t-2} + \varepsilon_t^C,$$

$$(12) \pi_t^L = \omega_t^{NC} \pi_t^{NC} + (1 - \omega_t^{NC}) \pi_t^C,$$

$$(13) h_t = \alpha + \theta h_{t-1} + \varphi_1 r_{t-1} + \varphi_2 \frac{\sum_{i=1}^6 \Delta sup_{t-i}}{6} + \varphi_3 \frac{\sum_{i=1}^3 \Delta h_{t-i}^*}{3} + \mu_t,$$

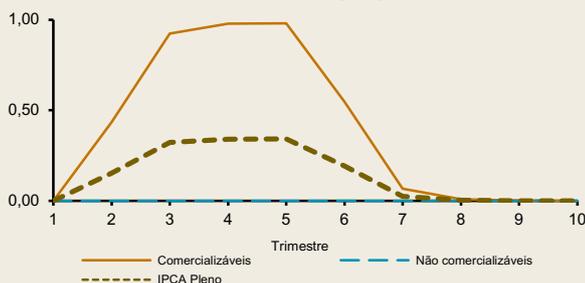
$$(14) Swp_t - S_t = \gamma_0 + \gamma_1 (Swp_{t-1} - S_{t-1}) + \gamma_2 \Delta E_t \pi_{t+3}^4 + \gamma_3 \Delta h_{t-1} + v_t.$$

Adicionalmente, deve ser atendida a seguinte restrição:

$$\gamma^C = \gamma^{NC} \frac{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^C}{\sum_{i=1}^4 \alpha_i^{NC}}.$$

Gráfico 5 – Resposta da inflação ao câmbio, modelo CNC^{1/}

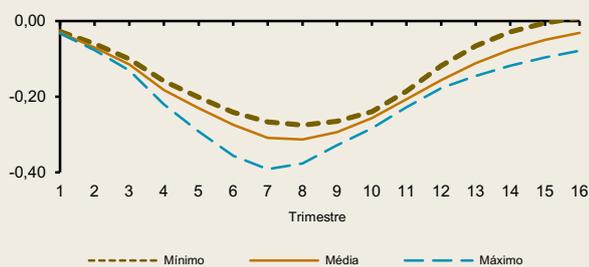
IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Desvalorização de 10% da taxa de câmbio.

Gráfico 6 – Resposta da inflação à política monetária, todos os modelos^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Aumento de 1 p.p. na taxa Selic durante quatro trimestres.

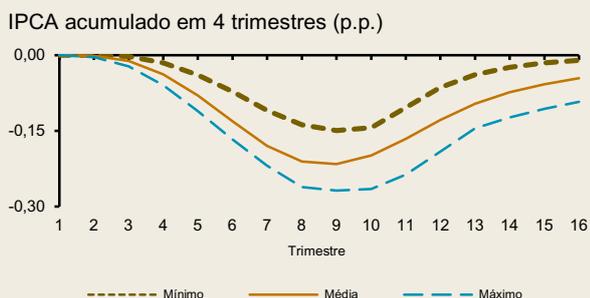
Nas equações acima, π_t^{NC} é a inflação de bens não comercializáveis; π_t^C é a inflação de bens comercializáveis; ω_t^{NC} é o peso da inflação de bens não comercializáveis na inflação de livros; e ε_t^{NC} , ε_t^C , μ_t e v_t são os termos de erro das equações. As demais variáveis são as mesmas que aparecem nas outras classes de modelos.

O Gráfico 5 ilustra a resposta da inflação a uma desvalorização de 10% do câmbio. Nota-se que, como esperado, a resposta é intensa no setor de bens comercializáveis e o efeito máximo ocorre em cerca de cinco trimestres.

Finalmente, consideram-se todos os modelos (agregados, desagregado e CNC) e avaliam-se as respostas média, mínima e máxima da inflação plena a choques de política monetária e fiscal. O Gráfico 6 mostra a resposta da inflação, via canal da demanda agregada, a um choque monetário, representado por um aumento de 1 p.p. na taxa Selic, que perdura por quatro trimestres, com a trajetória da Selic a partir do quinto trimestre seguindo uma regra de Taylor estimada pelo modelo Samba⁷. Conforme esperado, um aumento da taxa Selic tem efeito contracionista sobre a demanda agregada e,

7/ O modelo Samba está descrito em Castro *et al.* (2011). A trajetória do choque utilizada é igual à descrita no box “Mecanismos de Transmissão da Política Monetária nos Modelos do Banco Central” (Relatório de Inflação de março de 2012).

Gráfico 7 – Resposta da inflação à política fiscal, todos os modelos^{1/}



consequentemente, tende a reduzir a inflação. Nota-se que o efeito máximo ocorre cerca de dois anos após o início da elevação da taxa de juros.

O Gráfico 7 apresenta a resposta da inflação doméstica, via canal da demanda agregada, a um aumento permanente de 1 p.p. no *superavit* primário estrutural. Nota-se que o efeito máximo ocorre cerca de dois anos após o aumento do *superavit* primário.

Em suma, visando manter o nível de transparência que caracteriza as ações de política monetária, este boxe atualiza as informações sobre os modelos semiestruturais de pequeno porte utilizados pelo Banco Central após processo regular de reestimação.

Referências

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.A.; e WERLANG, S.R.C. (2000). “Implementing Inflation Targeting in Brazil”. *BCB Working Paper Series*, nº. 1.

CASTRO, M., GOUVEA, S., MINELLA, A., SANTOS, R., e SOUZA-SOBRINHO, N. (2011). “SAMBA: Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach”. *BCB Working Paper Series*, no. 239.

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>.

Persistência Inflacionária a partir de Choques Setoriais

O grau de persistência é uma característica relevante para a determinação da dinâmica da taxa de inflação, sendo sua correta mensuração de suma importância no processo de condução da política monetária. Diversos estudos trataram desse tema sob diferentes abordagens¹. Entretanto, nesses estudos, usualmente estima-se a persistência inflacionária considerando medidas de inflação agregada, o que não permite a identificação de potenciais diferenças na dinâmica da inflação em resposta a choques em diferentes setores.

O objetivo do presente box é identificar diferenças no grau de persistência da inflação a partir de variações nos preços de seus diferentes componentes. Em alguns momentos, variações da inflação agregada podem ser fortemente influenciadas por setores específicos, levando a um comportamento diferenciado na sua propagação. Para este fim, especifica-se um VAR estrutural seguindo o método de identificação de Cholesky, que se baseia na hipótese de ordenação, do componente mais exógeno ao mais endógeno. O componente considerado mais exógeno não sofre impacto contemporâneo dos demais componentes. Seguindo esta ordenação, cada um dos componentes seguintes, considerados relativamente mais endógenos, sofrerá o impacto contemporâneo de choques sobre os componentes anteriores.

Para a definição dos componentes do IPCA, consideram-se os preços administrados e, para os preços livres, utiliza-se a mesma divisão adotada no modelo de preços desagregados (setores de serviços, de alimentação no domicílio e de produtos industriais)². A amostra considera o período de 1999T3 a 2014T4, sendo que as séries históricas setoriais foram compatibilizadas

1/ Dentre os estudos anteriores, temos o box “Persistência da Inflação”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2008, e também Petrassi e Oliveira (2010) e Machado e Portugal (2013).

2/ Ver box “Revisão dos Modelos de Projeção de Pequeno Porte – 2015”, no presente Relatório de Inflação.

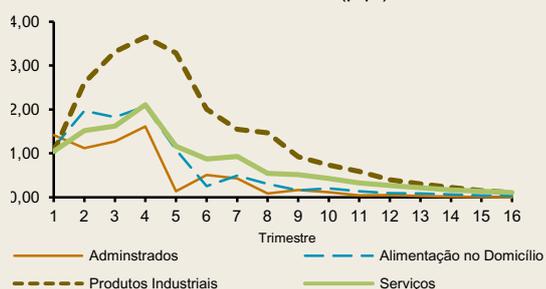
de acordo com a última atualização do sistema de classificação dos itens do IPCA³.

Na hipótese de ordenação, considera-se o setor de administrados como o mais exógeno, seguido do setor de alimentação no domicílio, produtos industriais e, na sequência, sendo considerado o mais endógeno, o setor de serviços. Essa ordenação baseia-se no fato de os preços administrados serem menos sensíveis às condições de mercado, uma vez que são estabelecidos por contrato ou por regra definida por órgão público ou por agência reguladora. Dentre os três setores que compõem os preços livres, alimentação no domicílio é considerado o mais exógeno, uma vez que seus preços sofrem grande influência de choques de oferta de origem climática. O setor de serviços, por sua vez, é considerado o mais endógeno devido a sua grande dependência de insumos provenientes dos demais setores.

A especificação do VAR estrutural considera duas defasagens das variáveis e inclui, como variáveis exógenas, a inflação importada, representada pelo índice de *commodities* CRB (em reais), e o hiato do produto, obtido pela aplicação do filtro de Hodrick-Prescott (HP) na série de PIB real⁴. A partir dessa estimação, obtêm-se as funções de resposta ao impulso relativas a cada um de seus componentes. A resposta da inflação plena a um choque sobre um determinado setor é obtida a partir da agregação das respostas individuais de todos os setores ponderadas pelos seus respectivos pesos na composição do IPCA.

Gráfico 1 – Resposta da inflação plena a choques setoriais^{1/}

IPCA acumulado em 4 trimestres (p.p.)



1/ Choques com efeito de 1 p.p. no IPCA pleno.

O Gráfico 1 mostra a resposta do IPCA pleno a choques de inflação setoriais. Para permitir a comparação entre as respostas, o choque de cada um dos setores é estabelecido de tal forma que sua contribuição direta sobre o IPCA seja de 1 ponto percentual (p.p.). As funções de resposta ao impulso indicam propagação mais baixa para a inflação de administrados e mais alta para a de produtos industriais. Os setores de alimentação no domicílio e de serviços, por sua vez, apresentaram propagação intermediária. Cabe observar que, apesar de

3/ Para maiores detalhes ver boxe “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA” (Relatório de Inflação de dezembro de 2011).

4/ O Critério de Informação Bayesiano (CIB) sugeriu a utilização de uma defasagem das variáveis nas equações. No entanto, dada a presença de correlação serial dos resíduos, foi necessária a adição de uma segunda defasagem.

os preços administrados terem sido considerados mais exógenos, o que tenderia a contribuir para sua maior propagação devido à resposta contemporânea de todos os demais setores, os resultados indicam que esse é o setor com menor propagação no IPCA.

Para verificar a robustez dos resultados, foram realizados exercícios de sensibilidade à hipótese de ordenação dos setores. Também foram consideradas especificações com uma ou três defasagens e excluindo-se o hiato do produto como variável exógena. Nenhuma dessas alternativas alterou substancialmente os resultados. A presença da variável inflação importada, por sua vez, mostrou-se importante, uma vez que sua exclusão gerou modificações qualitativas relevantes nos resultados.

Ao decompor a inflação recente do IPCA nos componentes analisados, pode-se observar, para o primeiro trimestre de 2015, um patamar mais elevado de inflação para administrados e mais baixo para produtos industriais (Tabela 1). Assim, considerando-se os resultados do VAR estrutural apresentado, a inflação apresenta-se mais concentrada em setores de propagação mais baixa, sugerindo assim um menor grau de persistência da inflação corrente devido à sua distribuição setorial.

Tabela 1 – Inflação do IPCA e de seus componentes

Discriminação	Variação % no período						
	2014				2015		
	I	II	III	IV	Ano	I	
Total	2,18	1,54	0,83	1,72	6,41	3,83	
Administrados	0,76	1,62	1,31	1,54	5,32	8,45	
Serviços	2,82	1,85	1,31	2,10	8,33	2,54	
Alimentação no Domicílio	3,58	1,32	-0,37	2,43	7,11	3,69	
Produtos Industriais	1,67	1,16	0,49	0,89	4,27	1,56	

Em suma, neste boxe buscou-se identificar a existência de comportamento diferenciado na propagação da inflação a partir de sua origem em setores específicos. Os resultados indicam diferenças na dinâmica inflacionária, sendo a propagação da inflação mais alta nos preços do setor de produtos industriais e mais baixa nos de administrados, sugerindo menor grau de persistência para a inflação plena deste ano.

Referências

MACHADO, V. G.; PORTUGAL, M. S. (2013). “Measuring Inflation Persistence in Brazil using a Multivariate Model”. *BCB Working Paper Series* no. 331.

PETRASSI, M.; OLIVEIRA, F. N. (2010). “Is inflation persistence over?” *BCB Working Paper Series* no. 230.

Anexo

Notas da 190ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 28 e 29/4/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (28/4) e do 20º andar (29/4) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h19 (28/4) e 16h23 (29/4)

Horário de término: 19h30 (28/4) e 19h40 (29/4)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Luiz Awazu Pereira da Silva

Luiz Edson Feltrim

Otávio Ribeiro Damaso

Sidnei Corrêa Marques

Tony Volpon

Chefes de Departamento (presentes em 28/4)

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 29/4)

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

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

Márcio Barreira de Ayrosa Moreira – Departamento das Reservas Internacionais

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

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 28/4)

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete da Presidência

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 1,32% em março, 0,10 ponto percentual (p.p.) acima da registrada no mês anterior. Dessa forma, a inflação acumulada em doze meses atingiu 8,13% em março (6,15% em março de 2014), com os preços livres aumentando 6,59% (6,99% em março de 2014), e os administrados, 13,37% (3,42% em março de 2014). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 5,68% em doze meses até março (5,71% em março de 2014), e os de não comercializáveis, 7,40% (8,09% em março de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 8,19% em doze meses até março (7,13% em março de 2014), e os dos serviços, 8,03% (9,09% em março de 2014). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços e, no curto prazo, o processo de realinhamento dos preços administrados.
2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, deslocou-se de 0,83% em fevereiro para 0,84% em março, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 6,96% (0,51 p.p. acima da registrada em março de 2014). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,83% em fevereiro para 0,78% em março; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio deslocou-se de 0,91% para 0,57%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,77% para 0,76%. Por sua vez, o núcleo por médias aparadas sem suavização permaneceu em 0,73%, e o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, deslocou-se de 0,90% para 1,34%. O índice de difusão situou-se em 73,5% em março (2,4 p.p. acima do registrado em março de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 1,21% em março, com variação acumulada em doze meses se posicionando em 3,45% (7,55% em março de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 1,01% em doze meses (8,04% em março de 2014), 2,68% no segmento de produtos agropecuários e 0,34% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 8,58% em doze meses até março (6,10% em março de 2014); e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 7,33% (7,81% em março de 2014), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 8,87% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 0,26% em fevereiro, com variação em doze meses de 2,74%. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em fevereiro de 2015, o IBC-Br recuou 3,16% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, avançou 0,36% em relação a janeiro. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil se deslocou de 51,3 em fevereiro para 47,0 em março, indicando que o produto do setor privado recuou, em meio a quedas, tanto na produção de manufaturados quanto na atividade de serviços. O Índice de Confiança da Indústria (ICI), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuou 9,2% em março, e os Índices de Confiança do Consumidor (ICC) e de Serviços (ICS) recuaram 2,9% e 12,1%, respectivamente, atingindo os menores níveis de suas respectivas séries históricas. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção

Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em março, crescimento de 3,6% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.

5. A atividade fabril recuou 0,9% em fevereiro, após avançar 0,3% em janeiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula, nos últimos doze meses, variação de -4,5% em fevereiro de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 9,1% em fevereiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 24 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação avançou 1,9% de janeiro para fevereiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 9,5% menor do que o registrado em fevereiro de 2014. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, recuou de 49,6 em fevereiro para 46,2 em março.
6. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de fevereiro com a de janeiro, de acordo com a série com ajuste sazonal, o setor de bens de capital (-4,1%) assinalou a redução mais acentuada, seguido pelo setor de bens de consumo semi e não duráveis (-0,5%), de bens de consumo duráveis (-0,4%) e de bens intermediários (-0,1%). Comparando-se a produção de fevereiro com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de consumo duráveis (-25,8%), bens de capital (-25,7%), bens de consumo semi e não duráveis (-8,9%) e bens intermediários (-4,0%).
7. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em fevereiro de 2015 foi estimada em 7,4%, com aumento de 0,6 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. Já de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 6,2% em março, com aumento de 0,3 p.p. em relação ao mês anterior e de 1,2 p.p. em relação a março de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram geração de 19,3 mil postos de trabalho formais em março e fechamento de 50,4 mil vagas no primeiro trimestre deste ano. Em suma, dados disponíveis indicam início de um processo de distensão no mercado de trabalho.
8. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito recuou 3,1% em fevereiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, diminuiu 10,3% em fevereiro, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,1% e de -1,1%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito alcançou 0,9%, e a do ampliado, -3,8%, com retração em 6 dos 10 segmentos pesquisados. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, apresentou desempenho desfavorável em março, ao registrar queda de 4,4% na comparação com o mês anterior. A trajetória do comércio continuará sendo influenciada pelas transferências governamentais, pelo ritmo de crescimento da massa salarial real e pela expansão moderada do crédito.
9. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 79,6% em março e, na série dessazonalizada, 80,4%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de material para construção (85,5%) e as de bens intermediários (82,8%), seguidas pelas de bens de consumo não duráveis (77,5%), de capital (77,3%) e de consumo duráveis (74,6%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 13,8% no período de doze meses encerrado em fevereiro.
10. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$3,4 bilhões em doze meses até março de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$218,3 bilhões e de importações de US\$221,7 bilhões, com recuo de 9,3%

e de 7,4%, respectivamente, em relação ao acumulado até março de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$101,6 bilhões em março de 2015, equivalente a 4,5% do Produto Interno Bruto (PIB). Já os investimentos estrangeiros diretos totalizaram US\$88,8 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 4,0% do PIB.

11. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Particularmente sobre a Europa, em que pesem ações de política monetária recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas, constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes, prevalecem posturas acomodatórias. As taxas de inflação permanecem em níveis baixos nas economias maduras e em níveis relativamente elevados nas emergentes.
12. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* elevou-se desde a reunião anterior do Copom, alcançando US\$64. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e oferta. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas recuaram 0,78%, enquanto os preços das metálicas avançaram 0,51%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 18,7% em doze meses até março de 2015.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

13. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.
14. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 11,8% em 2015, ante 10,7% considerados na reunião do Copom de março. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de variação de 9,8% no preço da gasolina e de 1,9% no preço do gás de bujão; de -4,1% nas tarifas de telefonia fixa; e de 38,3% nos preços da energia elétrica. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). Com base nesses modelos, projeta-se, para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, variação de 5,3% em 2016, ante 5,2% considerados na reunião do Comitê de março.
15. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de -1 ponto base (p.b.) e de 14 p.b. para o quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.
16. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de R\$66,3 bilhões em 2015 e de 2% do PIB em 2016. Cabe destacar, ainda, que, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.
17. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2015 passou de 7,47% para 8,25% e, para 2016, de 5,50% para 5,60%.

18. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$3,00/US\$ e da taxa Selic em 12,75% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2015 manteve-se estável em relação ao valor considerado na reunião anterior, e permanece acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2015 também se encontra próxima ao valor considerado na reunião de março e permanece acima da meta para a inflação. Para 2016, a projeção de inflação mostrou estabilidade no cenário de referência e se elevou no cenário de mercado, permanecendo, nos dois casos, acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN.

Implementação da política monetária

19. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumento dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.
20. À vista disso, o Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular, dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar, de forma mais duradoura, a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.
21. O Copom considera que, desde sua última reunião, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo. Para o Comitê, prevalece tendência de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Nesse sentido, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras, apesar de nessas economias, de modo geral, permanecer limitado o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal. Importantes economias emergentes experimentam período de transição e, por conseguinte, de moderação no ritmo de atividade, em que pese a resiliência da demanda doméstica.
22. Ainda sobre os mercados financeiros internacionais, o Copom destaca evidências de focos de volatilidade nos mercados de moedas e moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Especificamente sobre

o petróleo, o Comitê assinala que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais tende a se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto por intermédio das expectativas de inflação.

23. O Copom observa que os indicadores disponíveis sobre as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica este ano será inferior ao potencial. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência de eventos não econômicos. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, o ritmo de atividade tende a se intensificar, na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. Essas mudanças, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento da demanda agregada no médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária. O setor de serviços, por sua vez, tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. Para o Comitê, é plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços na qualificação da mão de obra e ao programa de concessão de serviços públicos – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade.
24. O Copom reitera que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. O Comitê pondera que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade e não descarta a hipótese de migração para a zona de contenção. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Destaca, também, que essa trajetória de *superavit* primários fortalecerá a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público. Assim, contribui para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, em última instância, estimulando o investimento privado no médio e no longo prazo. Especificamente sobre o combate a inflação, o Comitê destaca que a literatura e as melhores práticas internacionais recomendam um desenho de política fiscal consistente e sustentável, de modo a permitir que as ações de política monetária sejam plenamente transmitidas aos preços.
25. O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já está sendo observado. A esse respeito, importa destacar que, após anos em forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, a exemplo de ações recentemente implementadas, o Comitê considera necessárias iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.
26. No mercado de fatores, como antecipado em Notas anteriores, o Copom observa que a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho tem arrefecido, com alguns dados indicando início de um processo de distensão nesse mercado. No entanto, o Copom pondera que é preciso ampliar o horizonte de observações, e que ainda prevalece risco significativo relacionado, particularmente, à possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas

sobre a inflação. Não obstante a concessão de reajustes para o salário mínimo não tão expressivos, bem como a ocorrência de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos.

27. Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, os efeitos de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê considera ainda que, desde sua última reunião, entre outros fatores, esses ajustes de preços relativos na economia tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável para este ano. Nesse contexto, conforme antecipado em Notas anteriores, esses ajustes de preços fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.
28. Diante do exposto, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,25% a.a., sem viés.
29. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.
30. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a se estabilizar, devido a fatores como emprego, renda e crédito; de outro, o financiamento imobiliário, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações devem ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos e, neste ano, a dinâmica de recomposição de preços administrados são fatores importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, ao final de 2016.
31. A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes. Nesse contexto, o Copom reafirma que a política monetária deve manter-se vigilante.
32. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 2 de junho de 2015, para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 26.042, de 24 de junho de 2014.

Notas da 191ª Reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil

Data: 2 e 3/6/2015

Local: Sala de reuniões do 8º andar (2/6) e do 20º andar (3/6) do Edifício-Sede do Banco Central do Brasil – Brasília – DF

Horário de início: 16h36 (2/6) e 16h58 (3/6)

Horário de término: 20h05 (2/6) e 20h06 (3/6)

Presentes:

Membros do Copom

Alexandre Antonio Tombini – Presidente

Aldo Luiz Mendes

Altamir Lopes

Anthero de Moraes Meirelles

Luiz Awazu Pereira da Silva

Luiz Edson Feltrim

Otávio Ribeiro Damaso

Sidnei Corrêa Marques

Tony Volpon

Chefes de Departamento (presentes em 2/6)

Ariosto Revoredo de Carvalho – Departamento das Reservas Internacionais

Bruno Walter Coelho Saraiva – Departamento de Assuntos Internacionais

Eduardo José Araújo Lima – Departamento de Estudos e Pesquisas (também presente em 3/6)

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

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

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

Tulio José Lenti Maciel – Departamento Econômico

Demais participantes (presentes em 2/6)

Afonso Eduardo de Oliveira Jucá – Coordenador do Departamento Econômico

Gustavo Paul Kurrle – Assessor de Imprensa

Marcelo Cardoso Martinelli – Chefe de Subunidade do Departamento das Reservas Internacionais

Maurício Costa de Moura – Chefe de Gabinete da Presidência

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

Evolução recente da economia

1. A inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 0,71% em abril, 0,61 ponto percentual (p.p.) abaixo da registrada no mês anterior. Dessa forma, a

inflação acumulada em doze meses atingiu 8,17% em abril (6,28% em abril de 2014), com os preços livres aumentando 6,64% (7,04% em abril de 2014), e os administrados, 13,38% (3,79% em abril de 2014). Especificamente sobre preços livres, os de itens comercializáveis aumentaram 5,64% em doze meses até abril (6,16% em abril de 2014), e os de não comercializáveis, 7,53% (7,79% em abril de 2014). Note-se ainda que os preços no segmento de alimentos e bebidas aumentaram 7,95% em doze meses até abril (7,38% em abril de 2014), e os dos serviços, 8,34% (8,99% em abril de 2014). Em síntese, as informações disponíveis sugerem certa persistência da inflação, o que reflete, em parte, a dinâmica dos preços no segmento de serviços e, no curto prazo, o processo de realinhamento dos preços administrados.

2. A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente, calculadas pelo Banco Central, deslocou-se de 0,84% em março para 0,70% em abril, e, assim, a variação acumulada em doze meses atingiu 7,16% (0,70 p.p. acima da registrada em abril de 2014). Especificamente, o núcleo por dupla ponderação deslocou-se de 0,78% em março para 0,74% em abril; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, de 1,34% para 0,75%; o núcleo por médias aparadas sem suavização, de 0,73% para 0,70%; e o núcleo por médias aparadas com suavização, de 0,76% para 0,72%. Por sua vez, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio deslocou-se de 0,57% para 0,61%. O índice de difusão situou-se em 71,1% em abril (1,1 p.p. acima do registrado em abril de 2014).
3. O Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) aumentou 0,92% em abril, com variação acumulada em doze meses se posicionando em 3,94% (8,10% em abril de 2014). O principal componente do IGP-DI, o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), variou 1,85% em doze meses (8,76% em abril de 2014), 1,39% no segmento de produtos agropecuários e 2,03% no de produtos industriais. O Índice de Preços ao Consumidor (IPC), segundo componente mais importante do IGP-DI, aumentou 8,41% em doze meses até abril (6,36% em abril de 2014), e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC), componente de menor peso no IGP-DI, aumentou 6,89% (7,96% em abril de 2014), em parte, reflexo de pressões de custos de mão de obra, que variaram 7,93% no período. Por sua vez, o Índice de Preços ao Produtor/Indústria de Transformação (IPP/IT), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou 0,31% em abril, com variação em doze meses de 5,63%. O Copom avalia que os efeitos do comportamento dos preços no atacado sobre a inflação ao consumidor dependerão das condições atuais e prospectivas da demanda e das expectativas dos formadores de preços em relação à trajetória da inflação.
4. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) incorpora estimativas para a produção mensal dos três setores da economia, bem como para impostos sobre produtos, e constitui importante indicador coincidente da atividade econômica. Em março de 2015, o IBC-Br avançou 0,54% em relação ao mesmo mês do ano anterior e, ajustado sazonalmente, recuou 1,07% em relação a fevereiro. O *Purchasing Managers' Index* (PMI) composto para o Brasil se deslocou de 44,2 em abril para 42,9 em maio, indicando queda acentuada na atividade do setor privado. Os índices de confiança da Indústria (ICI), do Consumidor (ICC) e de Serviços (ICS), da Fundação Getúlio Vargas (FGV), recuaram 1,6%, 0,6% e 1,6% em maio, respectivamente. No que se refere à agricultura, o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do IBGE, projetava, em abril, crescimento de 4,2% na produção de grãos em 2015, em relação à de 2014.
5. O Produto Interno Bruto (PIB) a preços de mercado recuou 0,2% no primeiro trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após avanço de 0,3% no quarto trimestre de 2014), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 1,6% (retração de 0,2% no quarto trimestre de 2014, na mesma base de comparação). Sob a ótica da demanda agregada,

o consumo das famílias recuou 1,5% ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 0,9% em relação ao mesmo trimestre de 2014. Por sua vez, o consumo do governo recuou 1,3% na margem e 1,5% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Já a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou 1,3% em relação ao trimestre anterior e 7,8% em relação ao primeiro trimestre de 2014.

6. A atividade fabril recuou 1,2% em abril, ante o mês anterior, após recuar 0,8% em março último, de acordo com a série livre de influências sazonais divulgada pelo IBGE. Assim, o setor industrial acumula, nos últimos doze meses, variação de -4,8% em abril de 2015. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial recuou 7,6% em abril, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 23 dos 26 ramos pesquisados. De acordo com dados divulgados pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o faturamento real da indústria de transformação recuou 6,4% de março para abril de 2015, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 10,3% menor do que o registrado em abril de 2014. O indicador PMI do setor industrial, por seu turno, variou de 46,0 em abril para 45,9 em maio.
7. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de abril com a de março, de acordo com a série com ajuste sazonal, o setor de bens de capital assinalou a redução mais acentuada (-5,1%), seguido pelo setor de bens de consumo semi e não duráveis (-2,2%), de bens de consumo duráveis (-1,8%) e de bens intermediários (-0,2%). Comparando-se a produção de abril com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-24,0%), bens de consumo duráveis (-17,1%), bens de consumo semi e não duráveis (-9,3%) e bens intermediários (-3,2%).
8. De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em abril foi estimada em 8,0%, com aumento de 0,9 p.p. em relação ao mesmo período do ano anterior. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange seis regiões metropolitanas, a taxa de desocupação situou-se em 6,4% em abril, com aumento de 0,2 p.p. em relação ao mês anterior e de 1,5 p.p. em relação a abril de 2014. Dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram redução de 97,8 mil postos de trabalho formais em abril e fechamento de 137,0 mil vagas nos primeiros quatro meses do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam um processo de distensão no mercado de trabalho.
9. De acordo com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada pelo IBGE, o volume de vendas do comércio varejista restrito avançou 0,4% em março, em relação ao mesmo mês do ano anterior. Por sua vez, o volume de vendas do comércio ampliado, que inclui o setor automobilístico e o setor de materiais de construção, diminuiu 0,7% em março, na mesma base de comparação. As variações mensais foram de -0,9% e de -1,6%, respectivamente, de acordo com as séries dessazonalizadas, com retração em sete dos dez segmentos pesquisados. Em doze meses, a taxa de crescimento do comércio restrito alcançou 1,0%, e a do ampliado, -3,4%. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM), medido pela FGV, recuou 0,3% entre abril e maio, refletindo certa estabilização no segundo trimestre, após queda de 15,3% entre dezembro e março.
10. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) na indústria de transformação, calculado pela FGV, sem ajuste sazonal, alcançou 78,9% em maio e, na série dessazonalizada, 79,0%. Entre as categorias de uso da indústria, de acordo com as séries com ajuste sazonal, as que mostram Nuci mais elevado são as de material para construção (82,8%) e as de bens intermediários (82,6%), seguidas pelas de bens de consumo não duráveis (74,1%), de consumo duráveis (72,7%) e de capital (72,1%). Por sua vez, a absorção de bens de capital recuou 14,7% no período de doze meses encerrado em abril.

11. O *deficit* da balança comercial atingiu US\$1,5 bilhão em doze meses até maio de 2015. Esse resultado adveio de exportações de US\$209,7 bilhões e de importações de US\$211,2 bilhões, com recuo de 12,2% e de 10,5%, respectivamente, em relação ao acumulado até maio de 2014. Por sua vez, o *deficit* em transações correntes acumulado em doze meses atingiu US\$100,2 bilhões em abril de 2015, equivalente a 4,5% do PIB. Já os investimentos diretos no país totalizaram US\$86,1 bilhões na mesma base de comparação, equivalentes a 3,9% do PIB.
12. No que se refere à economia global, indicadores antecedentes apontam, no horizonte relevante para a política monetária, crescimento compatível com a tendência em importantes economias maduras e emergentes. Particularmente sobre a Europa, em que pesem ações de política monetária recentes, altas taxas de desemprego, aliadas à consolidação fiscal e a incertezas políticas, constituem elementos de contenção de investimentos e do crescimento. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes, prevalecem posturas acomodatócias. As taxas de inflação permanecem em níveis baixos nas economias maduras e em níveis relativamente elevados nas emergentes.
13. O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* manteve-se em torno de US\$64 desde a reunião anterior do Copom. Cabe ressaltar que a complexidade geopolítica que envolve o setor de petróleo tende a acentuar o comportamento volátil dos preços, que é reflexo, também, da baixa previsibilidade de alguns componentes da demanda global e da oferta. Desde a reunião anterior do Copom, os preços internacionais das *commodities* agrícolas avançaram 4,93%, enquanto os preços das metálicas recuaram 1,91%. Por sua vez, o Índice de Preços de Alimentos, calculado pela Organização das Nações Unidas para Agricultura e Alimentação (FAO), recuou 19,2% em doze meses até abril de 2015.

Avaliação prospectiva das tendências da inflação

14. Os choques identificados, e seus impactos, foram reavaliados de acordo com o novo conjunto de informações disponível.
15. Para o conjunto de preços administrados por contrato e monitorados, projeta-se variação de 12,7% em 2015, ante 11,8% considerados na reunião do Copom de abril. Entre outros fatores, essa projeção considera hipótese de variação de 9,1% no preço da gasolina e de 3,0% no preço do gás de bujão; de -4,4% nas tarifas de telefonia fixa; e de 41,0% nos preços da energia elétrica. Os itens para os quais se dispõe de mais informações foram projetados individualmente e, para os demais, as projeções se baseiam em modelos de determinação endógena de preços administrados, que consideram, entre outras variáveis, componentes sazonais, inflação de preços livres e inflação medida pelo Índice Geral de Preços (IGP). Com base nesses modelos, projeta-se, para o conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, variação de 5,3% em 2016.
16. A trajetória estimada para a taxa do *swap* pré-DI de 360 dias indica *spread* sobre a taxa Selic, no cenário de referência, de -7 pontos base (p.b.) e de 13 p.b. para o quarto trimestre de 2015 e de 2016, respectivamente.
17. Considera-se como indicador fiscal o *superavit* primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de R\$66,3 bilhões em 2015 e de 2% do PIB em 2016. Cabe destacar, ainda, que, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do *superavit* estrutural em relação ao observado no período anterior.

18. Desde a última reunião do Copom, a mediana das projeções coletadas pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) para a variação do IPCA em 2015 passou de 8,25% para 8,39% e, para 2016, de 5,60% para 5,50%.
19. O cenário de referência leva em conta as hipóteses de manutenção da taxa de câmbio em R\$3,15/US\$ e da taxa Selic em 13,25% ao ano (a.a.) em todo o horizonte relevante. Nesse cenário, a projeção para a inflação de 2015 elevou-se em relação ao valor considerado na reunião anterior e permanece acima da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). No cenário de mercado, que leva em conta as trajetórias de câmbio e de juros coletadas pelo Gerin com analistas de mercado, no período imediatamente anterior à reunião do Copom, a projeção de inflação para 2015 também se elevou em relação ao valor considerado na reunião de abril e permanece acima da meta para a inflação. Para 2016, a projeção de inflação mostrou estabilidade nos dois cenários, permanecendo acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN.

Implementação da política monetária

20. O Copom ressalta que a evidência internacional, no que é ratificada pela experiência brasileira, indica que taxas de inflação elevadas geram distorções que levam a aumento dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda.
21. À vista disso, o Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. O Comitê entende, também, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a reduzir incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação plena, facilitam a avaliação de cenários por parte da autoridade monetária, assim como auxiliam no processo de coordenação de expectativas dos agentes econômicos, em particular dos formadores de preços. Note-se, adicionalmente, que riscos baixos para a inflação subjacente no curto prazo tendem a potencializar os efeitos das ações de política monetária, fazendo com que elas possam afetar, de forma mais duradoura, a dinâmica da inflação plena no futuro. Embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.
22. O Copom considera que, desde sua última reunião, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. Apesar de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, o Comitê pondera que o ambiente externo permanece complexo, com possíveis episódios de maior volatilidade. No entanto, para o Comitê, prevalece tendência de atividade global mais intensa ao longo do horizonte relevante para a política monetária. Nesse sentido, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras e intensificação do ritmo de crescimento em outras, apesar de nessas economias, de modo geral, permanecer limitado

o espaço para utilização de política monetária e prevalecer cenário de restrição fiscal. Importantes economias emergentes experimentam período de transição e, por conseguinte, de moderação no ritmo de atividade, em que pese a resiliência da demanda doméstica.

23. Ainda sobre os mercados financeiros internacionais, o Copom destaca evidências de focos de volatilidade nos mercados de moedas e de renda fixa, bem como moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Especificamente sobre o petróleo, o Comitê assinala que, independentemente do comportamento dos preços domésticos da gasolina, a evolução dos preços internacionais tende a se transmitir à economia doméstica tanto por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto por intermédio das expectativas de inflação.
24. O Copom reitera que os indicadores disponíveis sobre as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB se alinharam e que o ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano será inferior ao potencial. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência de eventos não econômicos, e o consumo privado mostra sinais de moderação. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, o ritmo de atividade tende a se intensificar, na medida em que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. Além disso, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. Essas mudanças, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento da demanda agregada no médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de maior crescimento global, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira. Pelo lado da oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária. O setor de serviços, por sua vez, tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes. Para o Comitê, é plausível afirmar que esses desenvolvimentos – somados a avanços na qualificação da mão de obra e ao programa de concessão de serviços públicos – traduzir-se-ão numa alocação mais eficiente dos fatores de produção da economia e em ganhos de produtividade.
25. O Copom reitera que o cenário central para a inflação leva em conta a materialização das trajetórias com as quais trabalha para as variáveis fiscais. O Comitê pondera que, no horizonte relevante para a política monetária, o balanço do setor público tende a se deslocar para a zona de neutralidade e não descarta a hipótese de migração para a zona de contenção. O Comitê nota ainda que a geração de *superavit* primários compatíveis com as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação contribuirá para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Destaca, também, que essa trajetória de *superavit* primários fortalecerá a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público. Assim, contribui para diminuir o custo de financiamento da dívida pública, com repercussões favoráveis sobre o custo de capital de modo geral, em última instância, estimulando o investimento privado no médio e no longo prazo. Especificamente sobre o combate à inflação, o Comitê destaca que a literatura e as melhores práticas internacionais recomendam um desenho de política fiscal consistente e sustentável, de modo a permitir que as ações de política monetária sejam plenamente transmitidas aos preços.
26. O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já está sendo observado. A esse respeito, importa destacar que, após anos em forte expansão, o mercado de crédito voltado ao consumo passou por moderação, de modo que, nos últimos trimestres, observaram-se, de um lado, redução de exposição por parte de bancos e, de outro, desalavancagem das famílias. No agregado, portanto, infere-se que os riscos no segmento de crédito ao consumo vêm sendo mitigados. Em outra dimensão, a exemplo de ações recentemente implementadas, o Comitê considera oportuno reforçar as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

27. No mercado de fatores, como antecipado em Notas anteriores, o Copom observa que a estreita margem de ociosidade no mercado de trabalho tem arrefecido, com alguns dados confirmando o início de um processo de distensão nesse mercado. No entanto, o Copom pondera que é preciso ampliar o horizonte de observações, e que ainda prevalece risco significativo relacionado, particularmente, à possibilidade de concessão de aumentos de salários incompatíveis com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a inflação. Não obstante a concessão de reajustes para o salário mínimo não tão expressivos, bem como a ocorrência de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda permanece originando pressões inflacionárias de custos.
28. Para o Copom, o fato de a inflação atualmente se encontrar em patamares elevados reflete, em grande parte, os efeitos de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres. O Comitê considera ainda que, desde sua última reunião, entre outros fatores, esses ajustes de preços relativos na economia tornaram o balanço de riscos para a inflação desfavorável para este ano. Nesse contexto, conforme antecipado em Notas anteriores, esses ajustes de preços fazem com que a inflação se eleve no curto prazo e tenda a permanecer elevada em 2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes, para circunscrevê-los a 2015.
29. Diante do exposto, avaliando o cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa Selic em 0,50 p.p., para 13,75% a.a., sem viés.
30. Votaram por essa decisão os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Awazu Pereira da Silva, Luiz Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.
31. O Copom avalia que a demanda agregada tende a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a se estabilizar, devido a fatores como emprego, renda e crédito; de outro, o financiamento imobiliário, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações devem ser beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, os desenvolvimentos no âmbito parafiscal e no mercado de ativos e, neste ano, a dinâmica de recomposição de preços administrados são fatores importantes do contexto no qual decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, ao final de 2016.
32. A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se fortalecido. Para o Comitê, contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes. Nesse contexto, o Copom reafirma que a política monetária deve manter-se vigilante.
33. Ao final da reunião, foi registrado que o Comitê voltará a se reunir em 28 de julho de 2015, para as apresentações técnicas e, no dia seguinte, para deliberar sobre a política monetária, conforme estabelecido pelo Comunicado nº 26.042, de 24 de junho de 2014.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Alexandre Antonio Tombini
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Altamir Lopes
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Luiz Edson Feltrim
Diretor

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Tony Volpon
Diretor

Membros do Comitê de Política Monetária

Membros

Alexandre Antonio Tombini
Presidente

Aldo Luiz Mendes
Diretor

Altamir Lopes
Diretor

Anthero de Moraes Meirelles
Diretor

Luiz Awazu Pereira da Silva
Diretor

Luiz Edson Feltrim
Diretor

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor

Sidnei Correa Marques
Diretor

Tony Volpon
Diretor

Demais participantes

Tulio José Lenti Maciel
Chefe do Departamento Econômico – Depec

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

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

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

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

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

Siglas

a.a.	Ao ano
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACSP	Associação Comercial de São Paulo
APP	Programa de Compras de Ativos
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoE	Banco da Inglaterra
BoJ	Banco do Japão
BP	Balanço de Pagamentos
BPC	Banco do Povo da China
BPM6	Sexta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do FMI
BUX	<i>Budapest Stock Index</i>
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNAE	Classificação Nacional das Atividades Econômicas
CNI	Confederação Nacional da Indústria
Codace	Comitê de Datação de Ciclos Econômicos
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
CRB	<i>Commodity Research Bureau</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DAX	<i>Deutscher Aktienindex</i>
DI	Depósito Interfinanceiro
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
Embi+	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
ETF	<i>Exchange-traded funds</i>
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
FMI	Fundo Monetário Internacional
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
FTSE 100	<i>Financial Times Securities Exchange Index</i>
FTSE MIB	<i>FTSE Milano Italia Borsa Index</i>
Funcex	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
Fundeb	Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação
Gerin	Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais

IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICE	<i>Intercontinental Exchange</i> de Nova York
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
IDX	<i>Indonesia Stock Exchange</i>
IE	Índice de Expectativas
IGP	Índice Geral de Preços
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
INC	Índice Nacional de Confiança
INCC	Índice Nacional de Custo da Construção
Inec	Índice Nacional de Expectativa do Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCH	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
ISA	Índice da Situação Atual
JGB	Títulos do Governo Japonês
J-REIT	<i>Japan Real estate investment trusts</i>
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LME	<i>London Metal Exchange</i>
LOA	Lei Orçamentária Anual
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
MTE	Ministério do Trabalho e Emprego
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
p.b.	Pontos base
p.p.	Pontos percentuais
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
Pimes	Pesquisa Industrial Mensal – Emprego e Salário
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMI	Índice Gerente de Compras
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNADC	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PPC	Paridade do Poder de Compra
PSI	Programa de Sustentação do Investimento
PSPP	Programa de Compras de Ativos do Setor Público

QE	<i>Quantitative Easing</i>
RTE	Revisão Tarifária Extraordinária
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
Secex	Secretaria de Comércio Exterior
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SET	<i>Stock Exchange of Thailand</i>
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
USDA	Departamento de Agricultura Norte-Americano
VAR	Vetor Autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WEO	<i>World Economic Outlook</i>
WTI	<i>West Texas Intermediate</i>