

Este capítulo do Relatório de Inflação apresenta a avaliação feita pelo Copom sobre o comportamento da economia brasileira e do cenário internacional desde a divulgação do Relatório de setembro de 2015. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o quarto trimestre de 2017 e para o crescimento do PIB até o quarto 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 14,25% a.a., valor decidido pelo Copom em sua última reunião, em 25 de novembro, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,90/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 18 de dezembro 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 10,48% em novembro, 3,92 p.p. acima da registrada até novembro de 2014. De um lado, os preços livres acumularam variação de 8,28% em doze meses (6,76% até novembro de 2014); de outro, os preços administrados variaram 17,95% (5,83% até novembro de 2014). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis alcançou 8,51% em doze meses (7,45% até novembro de 2014), e a dos comercializáveis, 7,97% (6,02% até novembro de 2014). Note-se ainda, que no segmento de alimentos e bebidas a inflação acumulou 11,54% (7,83% até novembro de 2014) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – atingiu 8,34% (8,29% até novembro de 2014).

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,63% em outubro para 0,65% em novembro, sendo que o acumulado em doze meses atingiu 8,36% (1,93 p.p. acima do registrado em novembro de 2014). Especificamente, o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,61% em outubro para 0,65% em novembro; e o núcleo por médias aparadas com suavização, deslocou-se de 0,66% para 0,75%. Por sua vez, o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, se manteve em 0,53%; o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,63% para 0,59%; e o núcleo por dupla ponderação, de 0,73% para 0,71%. O índice de difusão do IPCA alcançou 78,0% em novembro (16,6 p.p. acima do registrado em novembro de 2014), e média nos últimos três meses de 70,5% (8,0 p.p. acima da média observada entre setembro e novembro de 2014).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 1,76% em outubro e 1,19% em novembro. Assim, a variação em doze meses atingiu 10,64% (4,10% até novembro de 2014). O principal componente do IGP-DI, o IPA, atingiu 11,27% em doze meses até novembro, sendo 14,72% no segmento agropecuário e 9,95% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, atingiu 10,39% em doze meses (6,81% até novembro de 2014). O INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,47% em doze meses (6,97% até novembro de 2014), com variação de 8,09% no custo de mão de obra e de 6,76% 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 0,63% em outubro, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. Assim, a taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses alcançou -3,20%. Por seu turno, o PMI composto para o Brasil se deslocou de 42,7 em outubro para 44,5 em novembro, indicando contração menos acentuada para a atividade do setor privado.

Os índices ICI e ICS, da FGV, recuaram 1,4 e 1,2 ponto, respectivamente, em novembro ante outubro. Já o ICC avançou 1,3% no mesmo período.

A atividade fabril recuou 0,7% em outubro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 7,2% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 11,2% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, com resultados negativos nas quatro categorias de uso e em 24 dos 26 ramos pesquisados. Entre as categorias de uso, comparando-se a produção de outubro com a de setembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, bens de consumo duráveis mostrou redução mais acentuada (-5,6%), seguida dos bens de capital (-1,9%), bens intermediários (-0,7%) e de bens de consumo semi e não-duráveis (-0,6%). Comparando-se a produção de outubro com a do mesmo mês de 2014, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (-32,6%), bens de consumo duráveis (-28,7%), bens intermediários (-7,5%) e bens de consumo semi e não duráveis (-7,4%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação recuou 4,0% de setembro para outubro, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 15,3% menor do que o registrado em outubro de 2014.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 74,6% em novembro. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de materiais de construção (78,9%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (68,3%). No que se refere a estoques, o indicador para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, recuou nos últimos meses. Em novembro, 20,0% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos (23,6% em agosto), e 3,7%, insuficientes (3,3% em agosto), 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 não duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista restrito recuou 5,6% em outubro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 11,8% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de 0,6% e -0,1%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses alcançou -2,7% para o comércio varejista restrito e de -6,8% para o ampliado. Em outubro, houve aumento no volume de vendas em cinco dos dez segmentos pesquisados, considerando o índice sazonalmente ajustado.

O PIB a preços de mercado recuou 1,7% no terceiro trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após recuo de 2,1% no segundo trimestre), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 4,5% (-3,0% no segundo trimestre, na mesma base de comparação). Em quatro trimestres, o PIB contraiu 2,5% (redução de 2,2% no valor adicionado e de 4,6% nos impostos diretos). Em termos de componentes, a produção agropecuária aumentou 2,1% em quatro trimestres; a do setor de serviços recuou 1,6%; e a industrial diminuiu 4,7%.

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 4,5% em relação ao mesmo trimestre de 2014. O consumo do governo avançou 0,3% na margem e recuou 0,4% na comparação interanual. Já a FBCF recuou 4,0% em relação ao trimestre anterior e 15,0% em relação ao terceiro trimestre de 2014. No que se refere ao setor externo, as exportações de bens e serviços decresceram 1,8%, enquanto as importações de bens e serviços recuaram 6,9% em relação ao segundo trimestre de 2015, de acordo com a série dessazonalizada. Na comparação interanual, as exportações aumentaram 1,1%, enquanto as importações caíram 20,0%, ambas influenciadas pela desvalorização cambial registrada no período.

De acordo com a PNADC do IBGE, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em setembro foi estimada em 8,9%, com aumento de 2,1 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 7,5% em novembro, ante 7,9% em outubro, e subiu 2,7 p.p. em relação a novembro de 2014 (4,8%). Considerando o ajuste sazonal, o desemprego elevou-se de 7,9% para 8,2%, na margem. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em novembro caiu 1,3% frente a outubro e recuou 8,8% em relação ao mesmo mês do ano anterior. No que se refere

ao emprego formal celetista, segundo dados divulgados pelo MTE, houve redução de 130,6 mil postos de trabalho formais em novembro e fechamento de 945,4 mil vagas no acumulado do ano. Em suma, dados disponíveis confirmam a aceleração do processo de distensão no mercado de trabalho.

O saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.490,6 bilhões em outubro, com crescimento nominal de 8,4% em relação a outubro de 2014. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas, financiado com recursos direcionados, cresceu 18,4% e atingiu R\$490,7 bilhões, o que corresponde a 8,5% do PIB. Os indicadores de inadimplência, em geral, têm mostrado aumento moderado na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo de crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.666,4 bilhões em outubro (7,9% superior ao observado em outubro de 2014), e a taxa de juros média alcançou 21,5% (4,9 p.p. maior do que a observada em outubro de 2014). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$623,3 bilhões (com crescimento de 10,1% em relação a outubro de 2014).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na CVM atingiu R\$16,1 bilhões em doze meses até novembro de 2015 (R\$15,1 bilhões até novembro de 2014). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$47,1 bilhões em doze meses até novembro de 2015 (R\$51,8 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\$82,9 bilhões nos doze meses até novembro de 2015 (R\$106,1 bilhões no mesmo período de 2014).

No que se refere ao comércio exterior, de acordo com o MDIC, o *superavit* na balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$13,7 bilhões em novembro (ante *deficit* de US\$1,7 bilhão em novembro de 2014). Concorreram para esse resultado US\$191,8 bilhões em exportações e US\$178,1 bilhões em importações, com recuos em valor, de 16,0% e 22,6%, respectivamente, em relação ao período de doze meses encerrado em novembro de 2014. Em doze meses até outubro, o *quantum* exportado avançou 3,7% e o preço médio das exportações diminuiu 19,6%, enquanto o *quantum* importado recuou 11,9% e o preço médio das importações reduziu 10,1%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$74,2 bilhões em outubro de 2015, equivalente a 4,0% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$20,9 bilhões em termos líquidos (US\$27,4 bilhões em outubro de 2014), e as despesas sob a rubrica “aluguel de equipamentos” – em grande parte destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$22,4 bilhões (US\$21,9 bilhões em outubro de 2014). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$20,5 bilhões em doze meses até outubro (US\$34,6 bilhões até outubro de 2014), ao passo que as receitas com exportações desses produtos passaram de US\$26,7 bilhões para US\$18,5 bilhões.

Os investimentos diretos no país têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$70,7 bilhões em doze meses até outubro, equivalentes a 3,8% do PIB.

Sobre a atividade global, para a maioria das economias maduras os sinais são de crescimento moderado. Especificamente 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. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, números recentes sugerem continuação do processo de recuperação econômica. Nas economias emergentes, o destaque permanece com a perda de dinamismo na China, embora já sejam perceptíveis alguns sinais de estabilização. Em relação à política monetária, de modo geral, nas economias maduras e emergentes prevalecem posturas acomodatórias, a despeito do início do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. O aumento de 0,25 p.p. na taxa de juros básica nos Estados Unidos era esperado e novos ajustes deverão ocorrer de forma gradual. As taxas de inflação permanecem baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* recuou desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$37. 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 queda de 16,34% nos preços das metálicas e de 3,90% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 18 de dezembro, o índice de preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), recuou 6,71% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de setembro de 2015.

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

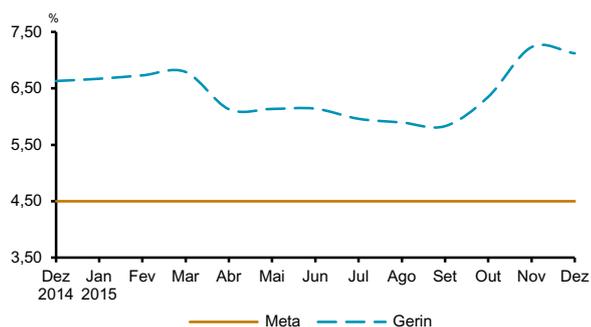
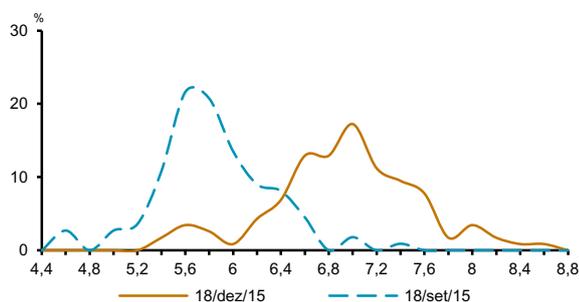


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2016

Frequência relativa



A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2015 deslocou-se de -2,70% para -3,70%, entre 18 de setembro, data de corte do Relatório anterior, e 18 de dezembro. Para 2016, a taxa de crescimento se deslocou de -0,80% para -2,80%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 9,34% para 10,70%, para 2015; e de 5,70% para 6,87%, para 2016. Já a inflação projetada para os próximos doze meses, sem suavização, registrou elevação de 1,29 p.p., deslocando-se de 5,83% para 7,12%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de setembro de 2015, houve aumento da dispersão em torno das medidas de tendência central das expectativas de inflação para 2016, como mostra o Gráfico 6.2. O desvio padrão dessas projeções passou de 0,48% para 0,62%.

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 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 o de geração de empregos e de renda.

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.

Do lado externo, desde o Relatório anterior, em linhas gerais, a tendência de atividade global mostrou moderação ao longo do 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*. Do lado interno, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso – que se tem mostrado mais intenso e mais longo que o antecipado –, o cenário central contempla ritmo de expansão da atividade inferior ao potencial. São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico, além do realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres, os impactos nos preços dos ativos de incertezas sobre as trajetórias sinalizadas para as variáveis fiscais, tanto em termos da velocidade de recuperação dos resultados quanto da sua composição, especialmente após o rebaixamento da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma segunda agência de avaliação de risco.

No âmbito internacional, as perspectivas indicam recuperação da atividade em algumas economias maduras, 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, números recentes sobre o crescimento da economia no terceiro trimestre confirmam a tendência de recuperação da economia, refletida particularmente no mercado de trabalho, combinada com níveis moderados de inflação, e favorecida, em grande

parte, pela queda nos preços de *commodities* de energia. No Japão, o banco central prossegue 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 BCE iniciou nova rodada do programa de expansão monetária, de forma a reduzir os riscos de deflação e estimular a atividade econômica.

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 gradual no ritmo de atividade de importantes parceiros comerciais; de outro, 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, economias emergentes relevantes experimentam período de maior moderação no ritmo de atividade. Indicadores recentes sugerem maior disparidade nas taxas de crescimento para economias emergentes e patamares inferiores aos observados em anos recentes.

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

O Copom considera que, desde o Relatório anterior, o ambiente externo permanece complexo e que, a despeito de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, observam-se episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes.

Os índices agregados de preços de *commodities* medidos em dólares mostraram leve redução, após a forte queda observada entre junho e setembro deste ano. As quedas foram mais pronunciadas no segmento de *commodities* metálicas. O Comitê destaca que as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. 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.

No âmbito interno, o Copom reitera que, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso, os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do PIB continuaram a se ajustar e confirmam que o ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano será inferior ao potencial. Esse processo é intensificado pelas incertezas oriundas do efeito de eventos não econômicos. Em particular, o investimento tem-se retraído, influenciado, principalmente, pela ocorrência desses eventos; e o consumo privado também se contrai, em linha com os dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que se mostra mais intenso e mais longo que o antecipado, o ritmo de atividade tende a se intensificar, à medida 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 crescimento global, mesmo moderado, combinado com a depreciação do real, age no sentido de torná-lo mais favorável ao reequilíbrio das contas externas e 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 indicam que há espaço para uma composição e ritmo do crescimento no médio prazo em direção ao crescimento potencial. 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, fundamentalmente, de uma trajetória de *superavit* primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público, além da redução de incertezas que cercam o ambiente doméstico.

No mercado de fatores, o Copom observa que a margem de ociosidade no mercado de trabalho tem aumentado em

ritmo mais intenso, com dados confirmando a aceleração do processo de distensão nesse mercado. No entanto, o Comitê pondera que ainda prevalece risco significativo relacionado, particularmente, à possibilidade de concessão de elevados aumentos de salários nominais, incompatíveis, neste e no próximo ano, com o crescimento da produtividade, com repercussões negativas sobre a inflação e sobre a percepção de sustentabilidade do balanço consolidado das contas do setor público. 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, especialmente no contexto do ajuste em curso de preços administrados. Assim, não obstante a ocorrência de variações reais de salários mais condizentes com as estimativas de ganhos de produtividade do trabalho, e apesar do processo de distensão em curso no mercado de trabalho, o Comitê avalia que a dinâmica salarial ainda origina pressões inflacionárias de custos.

Sobre o fator capital, a taxa de investimento da economia em doze meses, calculada a partir das Contas Nacionais do IBGE, apresentou, no terceiro trimestre de 2015, redução pelo sexto trimestre consecutivo. Especificamente no segmento empresarial, vários fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação de capital fixo, entre os quais, a baixa confiança dos empresários, intensificada por incertezas a respeito de eventos não econômicos e sobre a velocidade de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, 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 outubro, mantendo-se, em termos dessazonalizados, em níveis inferiores aos observados durante a fase aguda da crise de 2008/2009. Esse movimento ocorreu a despeito da redução da heterogeneidade da utilização setorial, na comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação anterior.

Em termos do conjunto de indicadores de ociosidade da economia, o Copom nota que medidas convencionais de hiato do produto encontram-se em território desinflacionário,

em linha com as taxas recentes de expansão da atividade – menores do que as estimativas de crescimento potencial da economia e mais baixas do que o inicialmente antecipado. 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 reitera que a materialização das trajetórias fiscais e as expectativas quanto à velocidade do ajuste têm efeitos no cenário central para a inflação. Nesse sentido, relativamente ao resultado fiscal estrutural e a depender do ciclo econômico, 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, mesmo que de forma lenta e em menor intensidade em relação ao anteriormente projetado. Porém, o Comitê nota que indefinições e alterações significativas na trajetória de geração de resultados primários, bem como na sua composição, impactam não apenas as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação – tornando mais negativo o balanço de riscos –, mas também o apreçamento de ativos e a percepção de risco da economia, contribuindo para criar uma percepção negativa sobre o ambiente macroeconômico, bem como têm impactado negativamente as expectativas de inflação.

A propósito, o Comitê entende que a geração de *superavit* primários que fortaleçam a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público contribui 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. Tendo em conta que o processo de recuperação dos resultados fiscais tem ocorrido em velocidade inferior à inicialmente prevista, é fundamental que seja mantida determinação para a retomada de resultados primários positivos que, gradualmente, atinjam magnitude suficiente para estabilizar e, posteriormente, reduzir a trajetória do endividamento público como proporção do produto. Considerando que o ajuste fiscal também possui suas próprias defasagens entre a discussão e a adoção das medidas e seus resultados, quanto mais tempestiva for a implementação do processo em curso, mais rápida será a retomada de uma trajetória favorável para a dívida pública e para a confiança de famílias e empresas. 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, e, principalmente, pelas incertezas quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição. Ainda em relação às expectativas, o Comitê observa que as referentes a 2016 têm-se elevado desde agosto, invertendo a trajetória declinante até então. Esse movimento ascendente nas expectativas – que ocorreu em conjunto com o aumento das incertezas relacionadas aos resultados fiscais – também é observado, apesar de que em menor medida, nas projeções de mercado para 2017 e 2018. Esses fatos constituem claro e importante sinal sobre a deterioração recente do balanço de riscos da economia, e demandam monitoramento para definição dos próximos passos na estratégia de política monetária.

O Copom destaca que o cenário central contempla expansão moderada do crédito, o que já havia sido observado e tende a persistir. 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 implementadas, o Comitê considera oportuno continuar reforçando 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 a aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, mas, principalmente, refletindo mudanças na percepção de risco da economia brasileira. Em um cenário de aumento na aversão ao risco global, repercutindo incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa, ao ritmo de recuperação da atividade global e ao início da normalização da política monetária nos EUA, os prêmios de risco domésticos apresentaram crescimento muito superiores àqueles observados em outras economias emergentes ao longo do primeiro semestre de 2015. No

horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que essa aversão ao risco global e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à continuação do gradual processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Entretanto, ressalta que fatores domésticos, em especial as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos, influenciam e continuarão a influenciar, se não forem tempestivamente endereçados, os preços dos ativos financeiros. Dessa forma, importa destacar, mais uma vez, que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos aos ativos domésticos, de maneira discreta e incremental, mas que pode ser amplificada em função da percepção da solidez macroeconômica e financeira doméstica.

Especificamente sobre a dinâmica dessa transmissão, cabe ressaltar que, de um lado, alguns elementos contribuem para reduzir os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços domésticos. Entre esses elementos estão, sobretudo, a posição cíclica da economia, com o atual desempenho e as novas perspectivas para 2016 mais fracas do que o inicialmente antecipado, o atual nível de estoques, o comportamento mais benigno dos preços das *commodities* nos mercados internacionais e a posição restritiva da política monetária. Por outro lado, a percepção dos agentes a respeito da perenidade dos preços de ativos, em particular os atuais níveis da taxa de câmbio, atua no sentido inverso, aumentando o potencial de transmissão dos prêmios de risco e de desvalorizações sobre os preços domésticos.

O Copom destaca que, nas economias de mercado, no longo prazo os preços tendem a apresentar taxas de crescimento relativamente próximas. Nesse sentido, em linha com as projeções constantes na próxima seção, o Comitê 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 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, como também incertezas quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas na próxima seção, o Comitê nota, conforme antecipado, que esses ajustes de preços fizeram com que a inflação se elevasse 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, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.

Diante disso, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, na reunião de outubro; e, por seis votos a favor e dois votos pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p., manter a taxa em 14,25% a.a., sem viés, na reunião de novembro.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Na reunião de novembro, parte de seus membros argumentou que seria oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, de modo a reduzir os riscos de não cumprimento dos objetivos do regime de metas para a inflação. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou monitorar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária.

Em outubro, votaram pela manutenção da taxa Selic em 14,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Edson Feltrim, Otávio Ribeiro Damaso, Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon. Em novembro, votaram pela manutenção da taxa Selic em 14,25% a.a. os seguintes membros do Comitê: Alexandre Antonio Tombini (Presidente), Aldo Luiz Mendes, Altamir Lopes, Anthero de Moraes Meirelles, Luiz Edson Feltrim e Otávio Ribeiro Damaso. Votaram pela elevação da taxa Selic para 14,75% a.a. os seguintes membros do Comitê: Sidnei Corrêa Marques e Tony Volpon.

O Copom reitera que a demanda agregada continuará a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a ser influenciado por fatores como emprego, renda e crédito; de outro, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola, entre outros, tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas pelo cenário de maior crescimento de importantes parceiros comerciais e pela depreciação do real, seja pelo processo de substituição de importações em curso. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, o desenvolvimento nos âmbitos fiscal, parafiscal e no mercado de ativos e, em 2016, a dinâmica dos preços administrados são fatores importantes do contexto em que decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo CMN, em 2017.

O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Nesse contexto, independentemente do contorno das demais políticas, o Comitê adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN, em 2016, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

6.3 Pressupostos e previsão de inflação

De acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados, levando em conta o conjunto de informações disponíveis até 18 de dezembro de 2015 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,90/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de novembro de 2015 – mesmos valores considerados no Relatório de Inflação de setembro 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

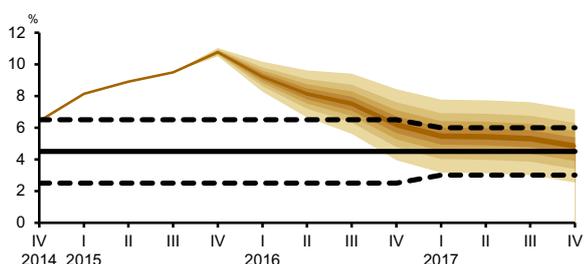
média passou de R\$3,86/US\$ para R\$3,85/US\$. Para o final de 2016, a taxa de câmbio passou de R\$4,00/US\$ para R\$4,20/US\$, e para o final de 2017, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$4,20/US\$, ante R\$3,93/US\$ considerados no Relatório anterior.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2015 reduziram-se de 14,25% a.a. para 14,18% a.a. e, para o quarto trimestre de 2016, aumentaram de 12,25% a.a. para 15,08% a.a. Para o final de 2017, as expectativas deslocaram-se de 11,00% a.a. para 12,25% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 19 p.b., 72 p.b. e -154 p.b., em relação à atual meta para a taxa Selic (14,25% a.a.), no quarto trimestre de 2015, 2016 e 2017, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados, em ambos os cenários, é de 18,2% para 2015, ante 15,4% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera as hipóteses, para o acumulado de 2015, de variação de 20,7% nos preços da gasolina, bem como de aumento de 51,6% nos preços da energia elétrica. Para 2016, a projeção para a variação do conjunto dos preços administrados, em ambos os cenários, é de 5,9%, ante 5,7% considerados no Relatório anterior. Essa projeção considera, para combustíveis, que os preços domésticos da gasolina e do óleo diesel encontram-se acima dos praticados no mercado internacional, restringindo, dessa forma, eventuais elevações. Para os preços da energia, a projeção de 4,6% para 2016 leva em conta redução da tarifa em dólar da usina de Itaipu e ausência de mudanças no valor definido pelo sistema de bandeiras tarifárias em 2016, muito embora os riscos hídricos tenham evoluído favoravelmente e tenha ocorrido desligamento de usinas térmicas de maior custo. 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 é de 5,0% para 2017.

Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *deficit* primário de 0,85% do PIB para 2015 e de *superavit* primário de 0,50% do PIB para 2016. Cabe destacar, ainda, que, em determinado

Gráfico 6.3 – Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constantes de 14,25% 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 14,25% a.a.
(Cenário de referência)

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

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

período, o impulso fiscal equivale à variação do resultado 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 10,8% em 2015, 1,3 p.p. maior do que a projetada no Relatório de setembro de 2015 e acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN. Em 2016, de acordo com o Gráfico 6.3 e a Tabela 6.1, no cenário de referência, a projeção para o primeiro trimestre é de 9,2%. No segundo trimestre de 2016, a projeção recua para 8,1%, segue em declínio para 7,5% no terceiro trimestre e encerra o ano em 6,2%. Em 2017, a projeção para o primeiro trimestre é de 5,5%, recuando para 5,4% e 5,3% no segundo e terceiro trimestres, respectivamente, e encerrando o ano em 4,8%.

Ainda no cenário de referência, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 41% e, em 2017, de 20%.

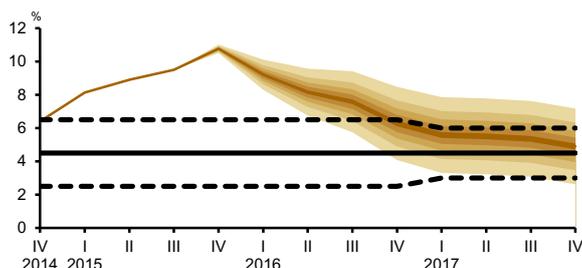
No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 10,8% em 2015, mesmo valor projetado no cenário de referência e 1,3 p.p. acima da projeção constante do Relatório anterior. Conforme o Gráfico 6.4 e a Tabela 6.2, as projeções indicam que a inflação acumulada em doze meses para o primeiro trimestre de 2016 é de 9,2%. Para o segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção recua para 8,2% e 7,6%, respectivamente, encerrando aquele ano em 6,3%. Em 2017, a projeção de inflação recua para 5,6% no primeiro trimestre, e desloca-se para 5,5% e 5,4% no segundo e terceiro trimestres, encerrando o ano em 4,9%.

No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 43% e, em 2017, de 21%.

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 a partir do quarto trimestre de 2015. Isso se deve, em parte, à maior projeção para a variação dos preços administrados e à inflação ocorrida no período maior do que a projetada no Relatório anterior. No cenário

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

Leque de inflação



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

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

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

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

1/ De acordo com o Gerin.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2015 III	9,5	9,5
2015 IV	9,5	9,5
2016 I	7,7	7,7
2016 II	6,5	6,4
2016 III	5,8	5,8
2016 IV	5,3	5,4
2017 I	4,8	5,1
2017 II	4,7	5,1
2017 III	4,0	4,6

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

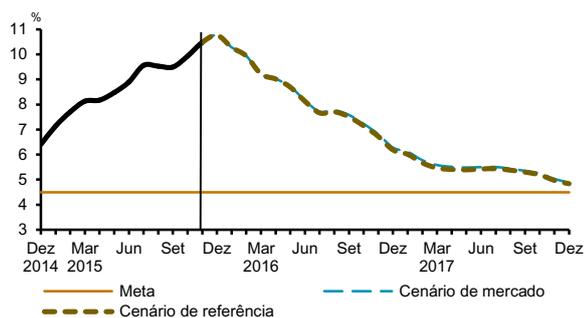
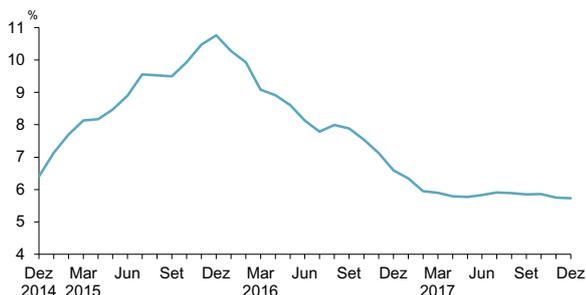


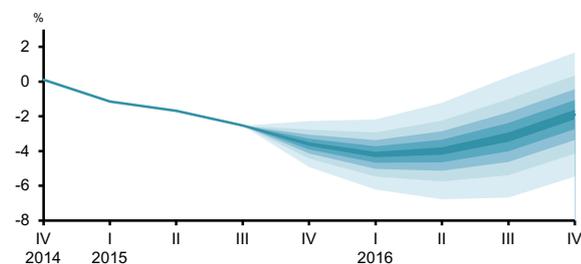
Gráfico 6.6 – Previsão de inflação: modelos VAR



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

Gráfico 6.7 – Variação do PIB com juros fixos em 14,25% a.a. (Cenário de referência)

Leque do produto



de mercado, a comparação das trajetórias segue o mesmo padrão das trajetórias do cenário de referência.

O Gráfico 6.5 mostra a evolução da inflação acumulada em doze meses, de acordo com os cenários de referência e de mercado, até o quarto trimestre de 2017, e a trajetória de metas. Até novembro 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 encontra-se em trajetória ascendente até dezembro de 2015, mas já em janeiro de 2016 entra em um longo período de declínio.

A média das estimativas geradas pelos modelos de Vetores Autorregressivos (VAR) para a inflação acumulada em doze meses consta do Gráfico 6.6. Até novembro de 2015, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação declina ao longo de 2016, convergindo para valor próximo à 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 para o PIB acumulado em quatro trimestres é de -3,6% para 2015 (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -1,9% para o acumulado em quatro trimestres para 2016.

Formação de Preços no Brasil¹

A forma como a política monetária afeta a economia real e a inflação depende, pelo menos no curto prazo, das características do processo de ajuste de preços. Em particular, os efeitos macroeconômicos de choques nominais mensurados em modelos frequentemente usados por bancos centrais para análise de política monetária dependem da hipótese de rigidez de preços assumida na modelagem. Por essa razão, a fixação de preços na economia tem sido objeto de estudo de extensa literatura².

Embora a exploração de grandes bases de dados microeconômicos mensurando o comportamento dos preços tenha produzido resultados importantes para a caracterização da rigidez nominal³, existem ainda aspectos da decisão de preços que não estão completamente compreendidos. Após o trabalho seminal de Blinder (1991) e Blinder *et al.* (1998) para os Estados Unidos, vários artigos têm explorado dados qualitativos produzidos por entrevistas com dirigentes de firmas sobre as práticas de reajuste de preços⁴. Essas informações qualitativas complementam os estudos baseados em micro dados e ajudam a compreender a decisão de reajuste por parte das firmas, e, portanto, o processo de formação de preços na economia.

Este box tem por objetivo apresentar resultados sobre o processo de formação de preços no Brasil, obtidos por meio de um *survey* conduzido pelo Banco Central do Brasil. A pesquisa envolveu entrevistas, no período de julho de 2011 a abril de 2012, com dirigentes de 7.002 firmas, localizadas nas cinco regiões geográficas

1/ Este box apresenta alguns resultados do artigo “*Price-Setting Behavior in Brazil: Survey Evidence*” de autoria de Arnildo Correa, Myrian Petrassi e Rafael Santos, a ser divulgado na Série Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil.

2/ Em especial, e mais recentemente, da literatura centrada em micro dados (ver Bils e Klenow, 2004; Dhyne *et al.* 2006; Klenow e Malin, 2011, entre outros). Estudos sobre a formação de preços no Brasil usando micro dados incluem Gouvea (2007) e Barros *et al.* (2009).

3/ Ver, por exemplo, Klenow e Malin (2011).

4/ Exemplos de *surveys* nacionais sobre estratégias de formação de preços incluem Apel *et al.* (2005) para a Suécia; Fabiani *et al.* (2006) para a Área do Euro; Amirault *et al.* (2006) para o Canadá e Greenslade e Parker (2010) para o Reino Unido.

do país, e atuando nos três setores econômicos: 2.424 firmas na indústria, 2.488 no setor de serviços e 2.090 empresas no comércio. A amostra foi construída para ser representativa em nível nacional, em cada um dos setores e em seus principais segmentos.

Na análise dos resultados para o Brasil, seguiu-se a prática internacional, na qual o processo de tomada de decisão de preços é tipicamente dividido em dois estágios. O primeiro estágio envolve a revisão de preços, que consiste na seguinte avaliação: o preço atual é o melhor preço que a firma poderia escolher, dadas as condições correntes? O segundo estágio consiste na implementação efetiva da mudança de preço, caso essa seja a conclusão do primeiro estágio, e levando-se em conta eventuais custos associados à mudança de preços.

No caso específico da revisão de preços no Brasil, as respostas das firmas foram separadas em duas categorias: aquelas que reveem seus preços frequentemente; e aquelas que reveem seus preços em intervalos fixos de tempo, indicando uma frequência menor. Para a economia como um todo, as respostas indicam que aproximadamente 50% das firmas reavaliam seus preços frequentemente e 50% reavaliam em intervalos fixos. Em termos setoriais, há diferenças: reavaliações de preços são menos frequentes no setor de serviços do que no comércio e na indústria – 66% das firmas no setor de serviços reportam que reavaliam seus preços em intervalos fixos, comparados a 39% no comércio e 42% na indústria. Esse resultado é mais evidente em casos como serviços educacionais, cujos preços são reavaliados, em geral, anualmente. Essa heterogeneidade reforça a importância de se monitorar subgrupos da inflação, que efetivamente possuem comportamentos distintos.

As empresas foram também perguntadas sobre a frequência com que mudam os preços de seus produtos. Os dados da Tabela 1 mostram que em torno de 20% das firmas brasileiras mudam seus preços ao menos uma vez por mês, enquanto 42% fazem isso anualmente. Considerando a média da economia, os dados sugerem que há importante rigidez nominal no Brasil, entretanto menor do que em países desenvolvidos⁵. As firmas

5/ Ver Fabiani *et al.*, 2005; Greenslade e Parker, 2010; Apel *et al.*, 2005; Amirault *et al.*, 2006.

mudam seus preços, em média, 3,6 vezes por ano, ou seja, os preços fixados possuem uma duração média de, aproximadamente, 3,3 meses. Esses resultados são compatíveis com a avaliação a partir de dados microeconômicos – Gouvea (2007) reporta duração média entre 2,7 a 3,8 meses, usando micro dados de preços ao consumidor⁶.

Vale ressaltar importantes diferenças setoriais reportadas na Tabela 1. Firms no setor de serviços mudam preços menos frequentemente que nos outros setores – 65% afirmam que mudam preços uma vez por ano. Já no setor de comércio, 40% das firmas mudam seus preços pelo menos mensalmente. Algumas características das firmas e dos mercados também parecem afetar a estratégia de formação de preços. Em relação às características das firmas, o tamanho mostrou-se importante. Firms maiores, quando o tamanho é medido pelo número de empregados, reavaliam seus preços em frequência mais elevada. Do ponto de vista das características dos mercados, o grau de competição importa. Firms que reportam enfrentar elevada competição mudam preços mais frequentemente.

Tabela 1 – Frequência de mudanças de preços – percentual de firmas

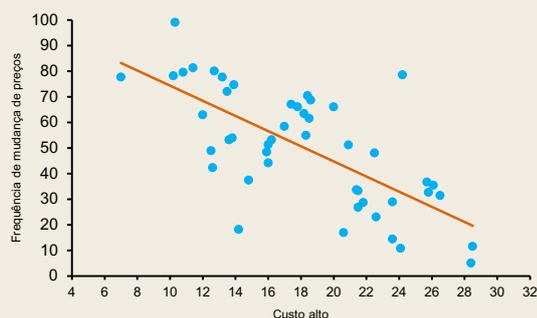
Número de dias entre as mudanças de preços	Setores			Brasil
	Comércio	Indústria	Serviços	
1 -30	40%	15%	5%	19%
31 - 90	18%	17%	5%	13%
91 - 180	18%	21%	12%	17%
181 - 360	20%	37%	65%	42%
> 360	4%	10%	12%	9%

Outra variável relevante para a decisão de preços por parte das firmas é o custo de coletar e processar informação (denominado aqui, genericamente, de custo de menu). A maioria das empresas (57%) relata que o custo para revisar preços é baixo. O Gráfico 1 mostra a relação entre o custo de se obter e processar informação e a frequência com que as firmas mudam seus preços⁷. O eixo horizontal mostra o percentual de firmas, em

6/ Esse resultado também é compatível com a interpretação de que a economia brasileira é impactada por choques com maior frequência do que as economias avançadas.

7/ Para isso, a economia foi dividida em 47 subsetores usando a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE).

Gráfico 1 – Custo de informação e frequência de mudança de preços



cada subsetor, reportando que o custo de menu é alto. O eixo vertical indica o percentual de firmas mencionando que mudam seus preços ao menos uma vez a cada seis meses. O Gráfico 1 mostra uma relação inversa entre ajustamento de preços e custo de coletar e processar informação: quanto maior o custo, menor é a frequência com que as firmas reavaliam e mudam seus preços.

A pesquisa também avaliou as estratégias de determinação de preços das firmas e os fatores de decisão de preços. A partir das respostas, pode-se concluir que a estratégia de somar um *markup* aos custos é bastante importante. De maneira geral, 49% das firmas entrevistadas declararam que, de alguma forma, seguem essa regra. Outro elemento importante afetando as decisões de preços das firmas são os preços dos concorrentes. No total da amostra, 67% das firmas consideram importante mudar seus preços apenas após saber como o concorrente reajustou; e 66% consideram relevante a informação do número de competidores em seu setor.

Tabela 2 – Importância de diferentes fatores para as decisões de preços

Fatores	Setores			Brasil
	Comércio	Indústria	Serviços	
Taxa de câmbio	41%	48%	20%	36%
Salários	33%	36%	54%	41%
Bens intermediários	70%	85%	0%	50%
Inflação	51%	44%	56%	50%
Taxa de juros	47%	37%	37%	40%

Quanto aos principais determinantes das mudanças de preços, as firmas foram perguntadas sobre a importância de cinco fatores: taxa de câmbio, salários, custos de bens intermediários, inflação e taxas de juros. A Tabela 2 apresenta, para cada determinante, o percentual de firmas que consideram o fator muito importante para suas decisões de preços. Para a economia agregada, os dois fatores com maior importância são os preços dos bens intermediários e a inflação. Em ambos os casos, 50% das firmas indicaram que esses fatores são muito importantes. Esses resultados reafirmam a hipótese já discutida no parágrafo anterior, de que o custo dos insumos é fator determinante para as decisões de preços das firmas. A importância da inflação, reportada na Tabela 2, está alinhada com o histórico de inflação elevada no Brasil.

Em resumo, os resultados, relevantes do ponto de vista de política monetária, sugerem que, de fato, as decisões de preço parecem ocorrer em dois estágios, como previsto na literatura internacional. Adicionalmente, existe importante rigidez de preços no Brasil, embora, aparentemente, menor do que em economias avançadas. Há também heterogeneidade na rigidez entre os setores e a estratégia de adicionar um *markup* aos custos parece ser a estratégia dominante de determinação de preços. Finalmente, os custos dos insumos intermediários e a inflação são fatores importantes para a fixação dos preços, assim como o grau de competição enfrentado pelas firmas.

Referências

Amirault, D., Kwan, C. e G. Wilkinson (2006), “*Survey of Price Setting Behaviour of Canadian Companies*”, *Bank of Canada Review*, Winter 2004-2005, pp: 29-40.

Apel, M., R. Friberg e K. Hellsten (2005), “*Micro Foundations of Microeconomic Price Adjustment: Survey Evidence from Swedish Firms*”, *Journal of Money Credit and Banking*, 37(2), pp: 313-338.

Barros, R., M. Bonomo, C. Carvalho e S. Matos (2009), “*Price Setting in a Variable Macroeconomic Environment: Evidence from Brazilian CPI*”, mimeo, Fundação Getulio Vargas e *Federal Reserve Bank of New York*.

Bils, M. e P. Klenow (2004), “*Some Evidence on the Importance of Sticky Prices*”, *Journal of Political Economy* 112, outubro 2004, pp: 947-985.

Blinder, A. (1991), “*Why Are Prices Sticky? Preliminary Results from an Interview Study*”, *American Economic Review*, vol. 81(2), pp: 89-100.

Blinder, A., E. Canetti, D. Lebow e J. Rudd (1998), “*Asking About Prices: A New Approach to Understanding Price Stickiness*”, *Russel Sage Foundation, New York*.

Correa, A., Petrassi, M. e Santos, R. (2015). “*Price-Setting Behavior in Brazil: Survey Evidence*”, mimeo.

Dhyne, E., L. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffman, N. Jonker, P. Lunnemann, F. Rumler e J. Vilmunen (2006), “*Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data*”, *Journal of Economic Perspectives* 20, pp: 171-192.

Fabiani, S., M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupiaz, F. Martins, T. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl e A. Stokman (2006), “*What Firms. Surveys Tell Us about Price-Setting Behavior in the Euro Area*”, *International Journal of Central Banking*, vol. 2(3), pp: 3-47.

Gouvea, S. (2007), “*Price Rigidity in Brazil: Evidence from CPI Micro Data*”, Trabalho para Discussão do Banco Central do Brasil, no. 143.

Greenslade, J. e M. Parker (2010), “*New Insights into Price-Setting Behaviour in the United Kingdom*”, *Bank of England. Working Paper* 395.

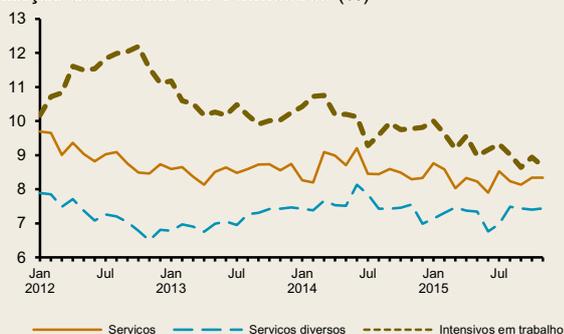
Klenow, P. e B. Malin (2011), “*Microeconomic Evidence on Price-Setting*”, *Handbook of Monetary Economics* 3A, B. Friedman e M. Woodford ed.: Elsevier, 2011, pp: 231-284.

Comportamento Recente da Inflação de Serviços

A inflação de serviços tem se situado em níveis superiores ao da inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), desde 2005 e, apesar de apresentar certo recuo em períodos recentes, ainda encontra-se em níveis elevados. Neste box, busca-se entender o comportamento da inflação de serviços, que parece mostrar certa resistência, mesmo no atual cenário econômico e após as recentes ações de política monetária.

Para um melhor entendimento da sua dinâmica, o setor de serviços foi segmentado e o estudo concentra-se na análise do comportamento de dois subsetores: serviços intensivos em trabalho e serviços diversos. O subgrupo alimentação fora do domicílio e o subitem passagem aérea foram eliminados da análise pelo fato de sua evolução ser significativamente influenciada por fatores com pouco impacto sobre os demais serviços, como custos de alimentos e combustível de aviação¹.

Gráfico 1 – Inflação de serviços
Inflação acumulada em 4 trimestres (%)



A evolução recente da inflação dos setores em estudo é apresentada no Gráfico 1. Considerando-se o grupo de serviços como um todo, observa-se uma leve tendência de baixa na inflação acumulada em doze meses, deslocando-a de níveis acima de 9,0% no primeiro semestre de 2012 para valores abaixo de 8,5%, a partir de agosto de 2015, níveis ainda bastante elevados em comparação com os objetivos do regime de metas.

Observa-se que os dois subsetores apresentam dinâmicas distintas. A série “Intensivos em Trabalho” apresenta tendência de queda desde o final de 2012. Entretanto, essa tendência inicia em patamar bem elevado (acima de 11,0%), de modo que, mesmo após o período de queda, ainda são observados níveis próximos de 9,0%. Já “Serviços diversos” apresenta tendência de alta entre o final de 2012 e meados de 2014, sucedida por período de relativa estabilidade.

1/ Essa segmentação do setor de serviços foi utilizada no box “Segmentação da Inflação de Serviços”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2013. Os subsetores intensivos em trabalho e serviços diversos correspondem a 24% e 51% do setor de serviços, respectivamente. O restante (25%) corresponde ao conjunto passagem aérea e alimentação fora do domicílio.

Com o objetivo de entender melhor a dinâmica da inflação de serviços, os preços livres foram divididos em três subsectores: serviços “Intensivos em trabalho”, “Serviços diversos” e restante dos livres², e estimou-se conjuntamente uma curva de Phillips para cada componente e uma curva agregada para a inflação de livres:

$$\begin{aligned}
 (1) \quad \pi_t^{SI} &= \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{SI} D_i + \beta_1^{SI} \frac{\sum_{i=1}^4 \pi_{t-i}}{4} + (1 - \beta_1^{SI}) E_t \pi_{t+1} + \beta_2^{SI} \frac{\sum_{i=2}^3 h_{t-i}}{2} + \beta_3^{SI} \Delta RR_{t-1} + \varepsilon_t^{SI} \\
 (2) \quad \pi_t^{SD} &= \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{SD} D_i + \beta_1^{SD} \frac{\sum_{i=1}^2 \pi_{t-i}}{2} + (1 - \beta_1^{SD}) E_t \pi_{t+1} + \beta_2^{SD} \frac{\sum_{i=3}^6 h_{t-i}}{4} + \beta_3^{SD} \Delta RR_{t-1} + \varepsilon_t^{SD} \\
 (3) \quad \pi_t^{RL} &= \sum_{i=1}^4 \alpha_i^{RL} D_i + \beta_1^{RL} \pi_{t-1} + \beta_2^{RL} \pi_{t-1}^* + (1 - \beta_1^{RL} - \beta_2^{RL}) \frac{\sum_{i=1}^2 E_t \pi_{t+i}}{2} + \beta_3^{RL} h_{t-1} \\
 &\quad + \beta_4^{RL} \frac{\sum_{i=2}^4 \Delta RR_{t-1}}{3} + \varepsilon_t^{RL}
 \end{aligned}$$

Nas equações (1) a (3), os termos π , π^* , π^{SI} , π^{SD} e π^{RL} correspondem, respectivamente, à inflação cheia, inflação importada e à inflação dos subsectores de serviços intensivos em trabalho, serviços diversos e a do grupo correspondente ao restante dos preços livres. O termo $E_t \pi_{t+i}$ é a expectativa em t acerca da inflação no trimestre $t+i$, h corresponde ao hiato do produto, ΔRR à variação do rendimento real habitual, D_i são *dummies* sazonais e ε^{SI} , ε^{SD} e ε^{RL} são termos de erro. A equação agregada dos preços livres corresponde à combinação das equações acima, ponderada pelo peso de cada grupo.

A Tabela 1 apresenta os principais resultados da regressão dos subsectores componentes da inflação de livres³. Comparando-se os subgrupos “Intensivos em trabalho” e “Serviços diversos”, pode-se observar que o primeiro apresenta menor inércia e sofre maior influência do hiato do produto. Outra diferença está relacionada ao impacto inicial do rendimento real habitual – cerca de 50% mais alto em “Intensivos em trabalho” do que em “Serviços diversos”. Essa diferença diminui para, aproximadamente, 20% em horizontes mais longos, devido ao componente inercial mais alto do subgrupo “Serviços diversos”.

2/ Considerou-se a classificação mais recente do setor de serviços e as séries históricas foram recalculadas utilizando-se como referência os pesos da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2009. Para maiores detalhes sobre essa atualização, ver boxe “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do INPC e das Classificações do IPCA”, no Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

3/ Todos os coeficientes reportados foram significantes a 5%.

Tabela 1 – Coeficientes estimados

Grupo		Inércia ¹⁾	Hiato	Rendimento real ²⁾
Intensivos em trabalho	Coeficiente	0,46	0,31	0,24
	Defasagens	1 a 4	2 e 3	1
Serviços diversos	Coeficiente	0,73	0,12	0,17
	Defasagens	1 e 2	3 a 6	1
Restante dos livros	Coeficiente	0,42	0,09	0,05
	Defasagens	1	1	2 a 4

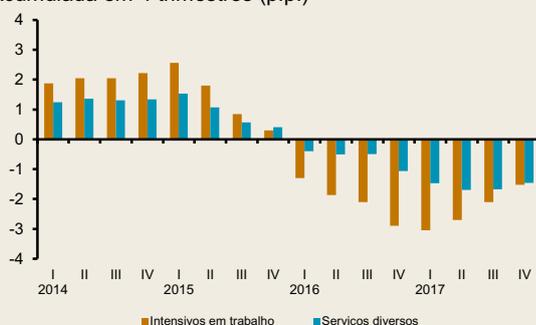
1\ As defasagens de inércia referem-se ao IPCA cheio.

2\ Em variação

A diferença no impacto do rendimento real sobre os grupos, obtida nas estimações, pode ser uma das explicações da diferença em suas trajetórias. Na história recente, é possível identificar três períodos distintos de comportamento do rendimento real: de aceleração, entre 2002 e 2006; de crescimento constante, entre 2007 e 2012; e de desaceleração, a partir de então. Esse último período de desaceleração teria um impacto maior sobre a série de serviços intensivos em trabalho, o que está em linha com a tendência observada na inflação deste setor.

Gráfico 2 – Hiato e renda real - contribuição estimada¹⁾

Acumulada em 4 trimestres (p.p.)



1\ Contribuição estimada na inflação de cada setor.

O exercício permite, sob a luz do modelo estimado, obter uma mensuração da contribuição das trajetórias observadas do hiato do produto e do rendimento real sobre a inflação dos dois subsetores de serviços. O Gráfico 2 apresenta as contribuições estimadas para o período desde 2014 para a inflação acumulada em quatro trimestres com base nos valores realizados do hiato e do rendimento real⁴.

Pode-se observar que o hiato do produto e o rendimento real exercem maior pressão sobre a inflação de serviços intensivos em trabalho até 2015T3, explicando parcialmente o maior nível de inflação verificado nesse subsetor no período. Para 2015 e 2016, as estimativas mostram uma reversão mais acentuada dos efeitos sobre esse subsetor, em resposta à desaceleração do rendimento real e à queda da atividade econômica, representada pelo hiato do produto, que se torna negativo a partir de 2015T2. Esse movimento é um pouco mais lento e menos intenso no subsetor “Serviços diversos”.

4/ Para o hiato do produto realizado, considerou-se uma medida baseada em função de produção; para o período a partir de 2015T4, utilizou-se o coeficiente autorregressivo do hiato do modelo semiestrutural *benchmark* do Banco Central do Brasil. Para o rendimento real, assumiu-se crescimento igual a zero para o período a partir de 2015T4.

Os resultados sugerem que os efeitos da queda do hiato do produto e da desaceleração do rendimento real devem contribuir para a redução da inflação do setor de serviços a partir do primeiro trimestre de 2016. A existência de defasagens explica parte da persistência que vem sendo observada na inflação de serviços, uma vez que a queda recente do hiato do produto e do rendimento real ainda não tiveram impactos significativos.

Em suma, este box apresenta análise da inflação de serviços baseada em dois de seus segmentos. Os efeitos estimados sugerem que a inflação de serviços tenderá a ceder no próximo ano. Cabe ressaltar, no entanto, que outros fatores influenciam a inflação de serviços diretamente, como expectativas, ou indiretamente, por meio do repasse de aumentos de preços de outros grupos do IPCA. Além disso, os resultados apresentados neste box são baseados em estimações e, portanto, sujeitos às incertezas inerentes ao processo de modelagem.