

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 dezembro de 2015. O capítulo também apresenta análise das perspectivas para a inflação até o primeiro trimestre de 2018 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 1º e 2 de março, e que a taxa de câmbio permanecerá em R\$3,70/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 março de 2016.

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 atingiu 1,27% em janeiro e 0,90% em fevereiro. Dessa forma, a inflação em doze meses alcançou 10,36% em fevereiro, 2,65 p.p. acima da registrada até fevereiro de 2015. De um lado, os preços livres acumulam variação de 8,97% em doze meses (7,12% até fevereiro de 2015); de outro, os preços administrados variaram 14,94% (9,66% até fevereiro de 2015). No conjunto dos preços livres, a variação dos itens não comercializáveis atingiu 8,54% em doze meses (8,17% até fevereiro de 2015), e a dos comercializáveis, 9,45% (5,92% até fevereiro de 2015). Note-se ainda que no segmento de alimentos e bebidas a inflação foi de 13,17% (8,99% até fevereiro de 2015) e no de serviços – cerca de um terço da cesta que compõe o IPCA – alcançou 7,85% (8,58% até fevereiro de 2015).

A média das variações mensais das medidas de inflação subjacente calculadas pelo Banco Central deslocou-se de 0,82% em janeiro para 0,81% em fevereiro, com o acumulado em doze meses situando-se em 8,45% (1,67 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2015). Especificamente, o núcleo por médias aparadas sem suavização passou de 0,87% para 0,69%; o núcleo por exclusão, que descarta dez itens de alimentação no domicílio, bem como combustíveis, passou de 0,93% para 0,86%; o núcleo por dupla ponderação, de 0,86% para 0,78%; e o núcleo por médias aparadas com suavização deslocou-se de 0,84% para 0,73%. Por sua vez, o núcleo por exclusão de monitorados e de alimentação no domicílio passou de 0,62% em janeiro para 1,00% em fevereiro. O índice de difusão do IPCA alcançou 77,2% em fevereiro (9,1 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2015) e 76,5% na média dos últimos três meses (8,0 p.p. acima da média observada entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2015).

O IGP-DI, que se caracteriza pela maior volatilidade quando comparado ao IPCA, avançou 1,53% em janeiro e 0,79% em fevereiro. Assim, a variação em doze meses atingiu 11,93% (3,74% até fevereiro de 2015). O principal componente do IGP-DI, o IPA, atingiu 13,35% em doze meses até fevereiro, 18,83% no segmento agropecuário e 11,20% no industrial. Por sua vez, a variação do IPC, segundo componente mais importante do IGP-DI, alcançou 10,37% em doze meses (7,99% até fevereiro de 2015). O INCC, componente com menor peso no IGP-DI, aumentou 7,17% em doze meses (6,98% até fevereiro de 2015), com variação de 7,84% no custo de mão de obra e de 6,41% 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 0,61% em janeiro, em relação ao mês anterior, de acordo com a série dessazonalizada. A taxa de crescimento do IBC-Br nos últimos doze meses foi de -4,48%. Por seu turno, o índice de produção consolidado para o Brasil, com dados agregados do PMI, registrou recorde de baixa em fevereiro (39,0) indicando deterioração da atividade do setor privado (45,1 em janeiro).

O ICI e o ICS, da Fundação Getúlio Vargas, recuaram 2,0% e 1,0%, respectivamente, em fevereiro. O ICC avançou 3,2% no mesmo período.

A atividade fabril avançou 0,4% em janeiro, de acordo com a série livre de influências sazonais, divulgada pelo IBGE, e acumula variação negativa de 9,0% em doze meses. Na série sem ajuste sazonal, a produção industrial diminuiu 13,8% em janeiro, em relação ao mesmo mês de 2015, 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 janeiro com a de dezembro, de acordo com a série com ajuste sazonal, a de bens de consumo duráveis mostrou redução (-2,4%), enquanto os segmentos de bens de capital (1,3%), bens intermediários (0,8%) e bens de consumo semi e não duráveis (0,3%) registraram modesta recuperação na margem. Comparando-se a produção de janeiro com a do mesmo mês de 2015, houve redução nas quatro categorias: bens de capital (35,9%), bens de consumo duráveis (28,2%), bens intermediários (11,9%) e bens de consumo semi e não duráveis (7,2%). De acordo com dados divulgados pela CNI, o faturamento real da indústria de transformação avançou 1,0% de dezembro de 2015 para janeiro de 2016, de acordo com a série livre de influências sazonais, e encontra-se em nível 13,9% menor do que o registrado em janeiro de 2015.

O Nuci da indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, alcançou 73,6% em fevereiro. Em termos de distribuição setorial, o Nuci se apresenta mais elevado no segmento de bens de consumo (76,5%, de acordo com a série livre de influências sazonais), e menos no de bens de capital (63,1%). O indicador de nível de estoques para a indústria de transformação, calculado e dessazonalizado pela FGV, sugere recuo desde a divulgação do Relatório anterior. Em fevereiro, 17,7% dos estabelecimentos pesquisados apontavam estoques excessivos (20,0% em novembro), e 5,7%, insuficientes (3,7% em novembro), de acordo com a série livre de influências sazonais. Ainda de acordo com a consulta da FGV, dados padronizados e dessazonalizados

indicam que os estoques permanecem elevados, em particular, no setor de bens de consumo não duráveis.

O volume de vendas do comércio varejista recuou 10,3% em janeiro, em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto no comércio ampliado as vendas diminuíram 13,3% (com as séries dessazonalizadas, as variações mensais foram de -1,5% e -1,6%, respectivamente). Dessa forma, a taxa de variação das vendas em doze meses foi de -5,2% para o comércio varejista e de -9,3% para o ampliado. Em janeiro, houve redução no volume de vendas em oito dos dez segmentos pesquisados, considerando os índices sazonalmente ajustados.

O PIB a preços de mercado recuou 1,4% no quarto trimestre de 2015, comparado com o trimestre anterior (após recuo de 1,7% no terceiro trimestre), de acordo com dados dessazonalizados pelo IBGE. Na comparação interanual, houve retração de 5,9% (redução de 4,5% no terceiro trimestre, na mesma base de comparação). Em quatro trimestres, o PIB contraiu 3,8% (redução de 3,3% no valor adicionado e de 7,3% nos impostos diretos). Em termos de componentes da oferta, a produção agropecuária aumentou 1,8% em quatro trimestres; a do setor de serviços recuou 2,7%; e a industrial diminuiu 6,2%.

Sob a ótica da demanda agregada, o consumo das famílias – o maior componente – recuou 1,3% ante o trimestre anterior, de acordo com dados dessazonalizados, e 6,8% em relação ao mesmo trimestre de 2014. O consumo do governo registrou queda de 2,9% na margem e recuou 2,9% na comparação interanual. Já a FBCF recuou 4,9% em relação ao trimestre anterior e 18,5% em relação ao quarto trimestre de 2014. No que se refere ao setor externo, as exportações de bens e serviços recuaram 0,4%, enquanto as importações recuaram 5,9% em relação ao terceiro trimestre de 2015, de acordo com a série dessazonalizada. Na comparação interanual, as exportações aumentaram 12,6%, enquanto as importações caíram 20,1%, ambas influenciadas pela desvalorização cambial registrada no período.

De acordo com a PNADC do IBGE, a taxa de desocupação no trimestre móvel encerrado em dezembro de 2015 foi estimada em 9,0%, com aumento de 2,5 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 7,6% em janeiro de 2016, subindo 0,7 p.p. frente a dezembro de 2015 e 2,3 p.p. em relação a janeiro de 2015. Ainda de acordo com a PME, o rendimento médio real habitual dos trabalhadores em janeiro caiu 1,3% frente a

dezembro e recuou 7,4% em relação a janeiro do ano anterior. No que se refere ao emprego formal celetista, segundo dados divulgados pelo MTPS, houve redução de 99,7 mil postos de trabalho formais em janeiro de 2016 e fechamento de 1,6 milhão de vagas no acumulado dos últimos doze meses. Em suma, dados disponíveis confirmam intensificação do processo de distensão no mercado de trabalho.

O saldo total de crédito às pessoas físicas alcançou R\$1.513,9 bilhões em janeiro, com crescimento nominal de 6,3% em relação a janeiro de 2015. Em particular, o crédito habitacional a pessoas físicas, financiado com recursos direcionados, cresceu 14,1% e atingiu R\$501,7 bilhões, o que corresponde a 8,4% do PIB. Os indicadores de inadimplência, em geral, têm mostrado estabilidade na margem e se posicionam em patamares compatíveis com a fase do ciclo.

O saldo do crédito às pessoas jurídicas totalizou R\$1.685,3 bilhões em janeiro (6,1% superior ao observado em janeiro de 2015), enquanto a taxa de juros média para o segmento alcançou 22,7% (5,3 p.p. maior do que a observada em janeiro de 2015). Em particular, o saldo de empréstimos e financiamentos concedidos pelo BNDES somou R\$632,8 bilhões (com crescimento de 6,4% em relação a janeiro de 2015).

Em relação ao mercado de capitais, o volume de emissões primárias de ações registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de acordo com os dados divulgados pela Anbima, atingiu R\$16,7 bilhões em doze meses até fevereiro de 2016 (R\$15,4 bilhões até fevereiro de 2015). Por sua vez, os lançamentos de debêntures, excluídas emissões por empresas de arrendamento mercantil (*leasing*), alcançaram R\$58,9 bilhões em doze meses até fevereiro de 2016 (R\$42,8 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\$93,8 bilhões nos doze meses até fevereiro de 2016 (R\$94,6 bilhões no mesmo período em 2015).

No que diz respeito ao comércio exterior, de acordo com o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), o *superavit* na balança comercial acumulado em doze meses atingiu US\$29,6 bilhões em fevereiro (ante *deficit* de US\$3,9 bilhões em fevereiro de 2015). Concorreram para esse resultado US\$189,9 bilhões em exportações e US\$160,3 bilhões em importações, com recuos de 13,2% e 28,1%, respectivamente, em relação ao

período de doze meses encerrado em fevereiro de 2015. Em doze meses até janeiro de 2016, o *quantum* exportado avançou 8,3% e o preço médio das exportações diminuiu 21,9%, enquanto o *quantum* importado recuou 16,7% e o preço médio das importações diminuiu 12,4%.

O *deficit* acumulado em doze meses nas transações correntes atingiu US\$51,6 bilhões em janeiro de 2016, equivalente a 2,9% do PIB. As remessas de lucros e dividendos somaram US\$16,5 bilhões em termos líquidos (US\$25,7 bilhões em janeiro de 2015), e as despesas sob a rubrica “aluguel de máquinas e equipamentos” – em grande parte destinadas à exploração de petróleo e de minerais –, US\$21,9 bilhões (US\$22,7 bilhões em janeiro de 2015). Cabe notar ainda que as importações de petróleo e derivados alcançaram US\$16,1 bilhões em doze meses até janeiro de 2016 (US\$33,9 bilhões até janeiro de 2015), ao passo que as receitas com exportações desses produtos, acumuladas em doze meses, reduziram-se para US\$16,2 bilhões até janeiro de 2016, ante US\$25,5 bilhões até janeiro de 2015.

Os investimentos diretos no país têm sido a principal fonte de financiamento do balanço de pagamentos e totalizaram US\$74,8 bilhões em doze meses até janeiro, equivalente a 4,3% do PIB.

A atividade global deve continuar crescendo moderadamente ao longo do horizonte relevante para a política monetária, conforme indicadores antecedentes. Na Europa, as altas taxas de desemprego, a consolidação fiscal, e as incertezas políticas continuam contribuindo para contenção dos investimentos e do crescimento econômico. Nos Estados Unidos, a tendência é de recuperação da economia, entretanto antecipa-se arrefecimento na dinâmica de crescimento. Nas economias emergentes, o ritmo de atividade tem sido constantemente revisado para baixo, em cenário cercado de incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. As taxas de inflação permanecem baixas nas economias maduras e relativamente elevadas nas emergentes.

O preço do barril de petróleo do tipo *Brent* avançou desde a divulgação do Relatório anterior, atingindo patamares em torno de US\$40. 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 aumento de 17,53% nos preços das metálicas e de 1,29% nos preços das agrícolas. Nesse contexto, na data de corte de 18 de março, o índice de

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

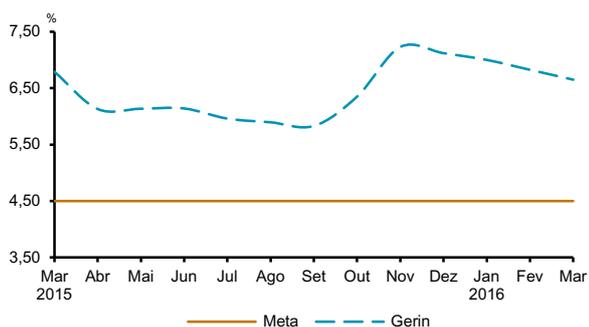
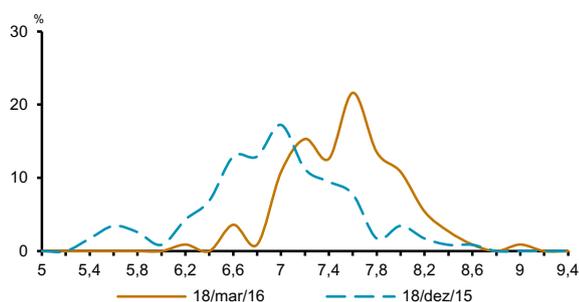


Gráfico 6.2 – Dispersão das expectativas de inflação para 2016

Frequência relativa



preços baseado em vinte e duas *commodities*, divulgado pelo *Commodity Research Bureau* (CRB), em dólares, avançou 6,01% em relação ao registrado na data de corte do Relatório de dezembro de 2015.

A mediana das expectativas dos analistas de mercado para a taxa de crescimento do PIB em 2016 deslocou-se de -2,80% para -3,60%, entre 18 de dezembro de 2015, data de corte do Relatório anterior, e 18 de março de 2016, data de corte deste Relatório. Para 2017, a taxa de crescimento se deslocou de 1,00% para 0,44%. Nesse mesmo período, a mediana das expectativas para a inflação, medida pela variação do IPCA, deslocou-se de 6,87% para 7,43%, para 2016; e de 5,17% para 6,00%, para 2017. Já a inflação projetada para os próximos doze meses registrou queda de 0,47 p.p., deslocando-se de 7,12% para 6,65%, como ilustra o Gráfico 6.1. Desde a divulgação do Relatório de dezembro de 2015, houve queda 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 0,62% para 0,46%.

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 vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

Relativamente à economia internacional, desde o Relatório anterior, a atividade global mostrou tendência de maior moderação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, as evidências apontam taxas de crescimento mais modestas e abaixo do crescimento potencial nas economias maduras. Destacam-se também incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*. Relativamente à economia doméstica, o cenário central contempla inflação ainda elevada, em decorrência do processo de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, combinada com ritmo de expansão da atividade inferior ao inicialmente previsto. São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico os impactos nos preços dos ativos de incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, especialmente após novo rebaixamento, em fevereiro, da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma agência de avaliação de risco.

No âmbito internacional, as perspectivas recentes indicam modesta recuperação da atividade nas economias maduras. Nos

Estados Unidos, ainda que se antecipe algum arrefecimento na dinâmica de crescimento, números recentes referentes ao 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, adotando, inclusive, juros nominais negativos. Na Área do Euro, o BCE iniciou mais uma 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. O Comitê ainda observa que importantes economias emergentes experimentam período de transição. Nesse contexto, de redução no ritmo de atividade, destaca-se a continuada preocupação com a economia chinesa e seus desdobramentos para outras economias.

Em resumo, o Comitê avalia que, no horizonte relevante, o cenário é de crescimento global moderado, 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 o ambiente externo permanece especialmente complexo. Entretanto, em que pese a ocorrência de episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, o Comitê identifica, ainda, baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

Os índices agregados de preços de *commodities*, medidos em dólares, mostram recuperação na margem, após tendência de queda iniciada no segundo semestre de 2014. 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 por meio de cadeias produtivas, como a petroquímica, quanto por intermédio das expectativas de inflação. Deve-se ressaltar, também, o aumento das incertezas geradas pelos baixos preços do petróleo e suas implicações para empresas do setor e países produtores, bem como para os mercados financeiros em geral, com riscos para a estabilidade financeira global.

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 continuam a se ajustar, indicando ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano inferior ao previsto anteriormente. Esse processo está sendo especialmente 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 tem mostrado mais intenso e mais longo que o antecipado, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se intensificar. 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, 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, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento da demanda agregada no médio prazo mais favorável 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 de materialização dessas mudanças 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 e internacional. Ressalte-se a importância de se perseverar na promoção de reformas estruturais de forma a assegurar a consolidação fiscal em prazos mais longos.

No mercado de fatores, como antecipado, o Copom observa que a margem de ociosidade no mercado de trabalho encontra-se elevada, com dados confirmando a intensificação da distensão esperada 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 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. 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 permanece originando 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 quarto trimestre de 2015, redução pelo sétimo trimestre consecutivo. Em termos anuais, 2015 foi o segundo ano consecutivo de queda da taxa de investimento. Especificamente no segmento empresarial, vários fatores poderiam estar associados ao desempenho insatisfatório da formação bruta de capital fixo, entre os quais, a baixa confiança dos empresários, intensificada por incertezas a respeito de eventos não econômicos e do processo 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, divulgada pela CNI, apresentou nova redução no trimestre terminado em janeiro, posicionando-se, em termos dessazonalizados, em níveis

significativamente inferiores aos observados durante a fase aguda da crise de 2008/2009. Esse movimento ocorreu em conjunto com o aumento 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 e as expectativas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição têm efeitos no cenário central para a inflação. O Comitê nota que indefinições e alterações significativas na trajetória de geração de resultados primários, bem como na sua composição, impactam as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação e contribuem 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 pelo nível elevado da inflação corrente, pela dispersão de aumentos de preços, pelos efeitos residuais do processo de ajuste de preços relativos observado em 2015 e, principalmente, pelas incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição. Ainda em relação às expectativas, o Comitê observa que as projeções de mercado para 2017 e 2018 também foram afetadas, ainda que em menor grau, por esses mesmos fatores. 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 relevante 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 mudanças na percepção de risco da economia brasileira. Mesmo em cenário de aumento na aversão ao risco global, repercutindo incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa e ao ritmo de atividade global, os prêmios de risco domésticos flutuaram principalmente de acordo com desenvolvimentos locais. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê ressalta que as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos influenciam, e continuarão a influenciar, 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 os efeitos da recente valorização cambial sobre os preços domésticos dependem fundamentalmente da percepção de perenidade desse movimento.

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 do processo de realinhamento entre preços administrados e preços livres ocorrido, principalmente, em 2015. Em outra perspectiva, o Comitê nota que, a despeito da recente valorização, 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 do 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.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas na próxima seção, o Comitê considera, conforme antecipado, que o ainda elevado patamar da inflação é reflexo dos processos de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, e que fazem com que a inflação mostre resistência. Ao tempo em que reconhece que esses processos 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 seis votos a favor e dois votos pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p., manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, nas reuniões de janeiro e de março.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, ao comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. Adicionalmente, mantêm-se as incertezas em relação ao cenário externo, com destaque para a preocupação com o desempenho da economia chinesa e

seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo. Nas reuniões de janeiro e março, 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, reforçar o processo de ancoragem das expectativas inflacionárias e contribuir para deter a alta das projeções de inflação. No entanto, a maioria dos membros do Copom considerou que as incertezas domésticas e, principalmente, externas, justificavam continuar monitorando a evolução do cenário macroeconômico para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária. Para estes membros, fazia-se necessário continuar acompanhando o desenvolvimento nos ambientes doméstico e externo e seus impactos sobre o balanço de riscos para a inflação, o que, combinado com os ajustes já implementados na política monetária, poderia fortalecer o cenário de convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017.

Em janeiro e em março, 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 tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas 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, neste ano, a dinâmica dos preços administrados e um hiato do produto mais desinflacionário que o inicialmente previsto 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 ao comportamento recente das expectativas e das taxas observadas de inflação, combinados com a presença de mecanismos de indexação

na economia brasileira, e quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição. Some-se a isso o fato de que o processo de realinhamento de preços relativos mostrou-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Adicionalmente, remanescem incertezas em relação ao comportamento da economia mundial. Nesse contexto, o Comitê reitera que essas condições não permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização monetária, e que 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 março de 2016 (data de corte), o cenário de referência pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,70/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% a.a. – valor fixado na reunião do Copom de março de 2016 – ante R\$3,90/US\$ e 14,25% a.a. considerados no Relatório de Inflação de dezembro de 2015.

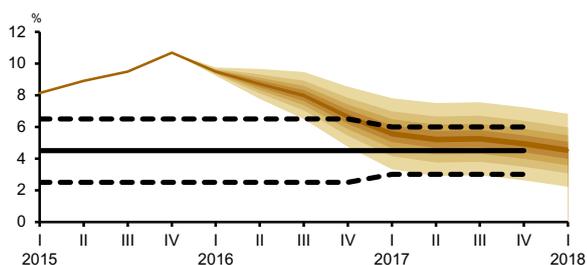
O cenário de mercado, por sua vez, incorpora dados da pesquisa realizada pelo Gerin com um conjunto significativo de instituições até a data de corte. Nesse cenário, as expectativas para a evolução da taxa de câmbio média recuaram para 2016 e elevaram-se para 2017, em comparação aos valores divulgados no Relatório anterior. Para o último trimestre de 2016, a taxa média passou de R\$4,20/US\$ para R\$4,15/US\$. Para o final de 2017, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio média de R\$4,30/US\$, ante R\$4,20/US\$, valor considerado no último Relatório. Para o final de 2018, os participantes do mercado projetam taxa de câmbio de R\$4,30/US\$.

No que se refere à evolução da taxa Selic média, as expectativas para o quarto trimestre de 2016 reduziram-se de 15,08% a.a. para 14,25% a.a. Para o final de 2017, as expectativas de mercado deslocaram-se de 12,25% a.a. para 12,50% a.a. Para o final de 2018, as expectativas indicam taxa Selic de 11,50% a.a. Essa trajetória para a taxa Selic média é consistente com *spreads* para o *swap* pré-DI de 360 dias de 29 p.b. e -153 p.b., em relação à atual meta para a

taxa Selic (14,25% a.a.), no quarto trimestre de 2016 e no de 2017, respectivamente.

A projeção para a variação do conjunto dos preços administrados por contrato e monitorados, em ambos os cenários, é de 6,1% para 2016, ante 5,9% considerados no Relatório anterior. Entre outros fatores, essa projeção considera, para o acumulado de 2016, reajuste médio de 9,9% nas tarifas de ônibus urbano e redução de 3,5% nos preços da energia elétrica, consideradas as alterações anunciadas relativamente a bandeiras tarifárias. Para 2017, considera-se variação de 5,0%, mesmo valor considerado no Relatório anterior. 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).

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



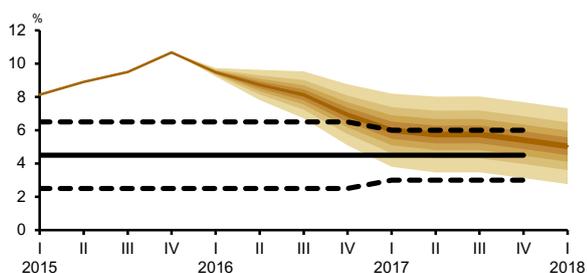
Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

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%		
2016 1	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,6	9,5
2016 2	8,3	8,5	8,6	8,8	8,9	9,1	8,7
2016 3	7,4	7,6	7,9	8,1	8,3	8,6	8,0
2016 4	5,9	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	6,6
2017 1	4,6	5,0	5,4	5,7	6,1	6,5	5,6
2017 2	4,3	4,7	5,0	5,4	5,7	6,1	5,2
2017 3	4,3	4,7	5,1	5,4	5,8	6,2	5,2
2017 4	4,0	4,4	4,8	5,1	5,5	5,9	4,9
2018 1	3,6	4,0	4,3	4,7	5,1	5,5	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.).

Considera-se como indicador fiscal o resultado primário estrutural que deriva das trajetórias de *superavit* primário de 0,50% do PIB para 2016 e de 1,30% do PIB para 2017. Dessa forma, em determinado período, o impulso fiscal equivale à variação do resultado estrutural em relação ao observado no período anterior. Cabe destacar, ainda, que indefinições e alterações significativas nas trajetórias de resultados primários impactam as projeções de inflação, em particular, para prazos mais longos.

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

A previsão central associada ao cenário de referência indica inflação de 6,6% em 2016, 0,4 p.p. maior do que a projetada no Relatório de dezembro 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 9,5%. No segundo trimestre de 2016, a projeção recua para 8,7%, segue em declínio para 8,0% no terceiro trimestre e encerra o ano em 6,6%. Em 2017, a projeção para o primeiro trimestre é de 5,6%, desloca-se para 5,2% no segundo e terceiro trimestres, e encerra o ano em 4,9%. No primeiro trimestre de 2018, a projeção encontra-se em 4,5%.

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%		
2016 1	9,4	9,4	9,5	9,5	9,5	9,6	9,5
2016 2	8,4	8,5	8,7	8,8	8,9	9,1	8,7
2016 3	7,5	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7	8,1
2016 4	6,2	6,5	6,8	7,1	7,4	7,7	6,9
2017 1	5,1	5,5	5,8	6,2	6,5	6,9	6,0
2017 2	4,8	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	5,7
2017 3	4,8	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	5,7
2017 4	4,5	4,9	5,2	5,6	5,9	6,3	5,4
2018 1	4,1	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	5,0

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

1/ De acordo com o Gerin.

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 55% e, em 2017, de 22%.

No cenário de mercado, a projeção indica inflação de 6,9% em 2016, 0,3 p.p. acima do valor projetado no cenário de referência e 0,6 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 9,5%. Para o segundo e terceiro trimestres de 2016, a projeção recua para 8,7% e 8,1%, respectivamente, encerrando o ano em 6,9%. Em 2017, a projeção de inflação recua para 6,0% no primeiro trimestre, desloca-se para 5,7% no segundo e terceiro trimestres, encerrando aquele ano em 5,4%. No primeiro trimestre de 2018, a projeção encontra-se em 5,0%.

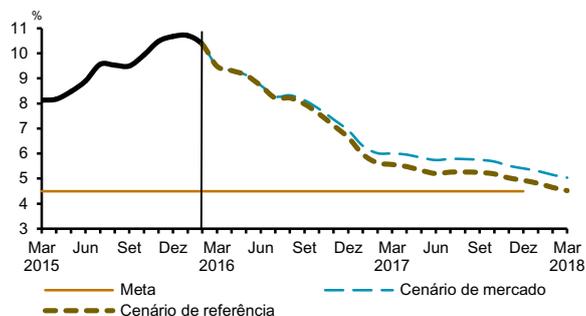
No cenário de mercado, a probabilidade estimada de a inflação ultrapassar o limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2016 situa-se em torno de 65% e, em 2017, de 33%.

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

Período	Cenário de referência	Cenário de mercado
2015 IV	10,8	10,8
2016 I	9,2	9,2
2016 II	8,1	8,2
2016 III	7,5	7,6
2016 IV	6,2	6,3
2017 I	5,5	5,6
2017 II	5,4	5,5
2017 III	5,3	5,4
2017 IV	4,8	4,9

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 nos quatro trimestres de 2016 e no primeiro e quarto trimestres de 2017. Isso se deve, em parte, à inflação ocorrida no período maior do que a projetada no Relatório anterior. No cenário de mercado, a comparação das trajetórias segue padrão semelhante ao do cenário de referência até o primeiro trimestre de 2017. Nos demais trimestres de 2017, a projeção no cenário de mercado encontra-se acima do considerado no Relatório de Inflação anterior, em parte, devido ao menor nível da taxa Selic em 2016 e à maior depreciação cambial em 2017 considerados neste cenário.

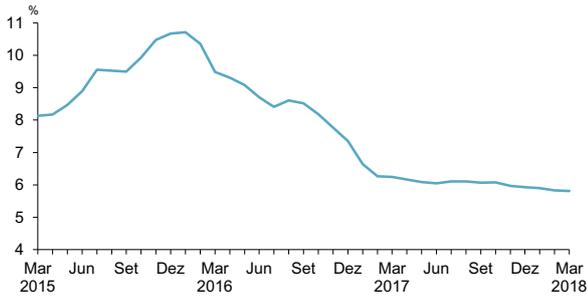
Gráfico 6.5 – Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



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 primeiro trimestre de 2018, e a trajetória de metas até 2017. Os valores referem-se à inflação ocorrida até fevereiro de 2016 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, já no primeiro trimestre de 2016, entra em período de declínio ao longo de 2016 e de 2017.

A média das estimativas geradas pelos modelos de VAR para a inflação acumulada em doze meses consta do

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

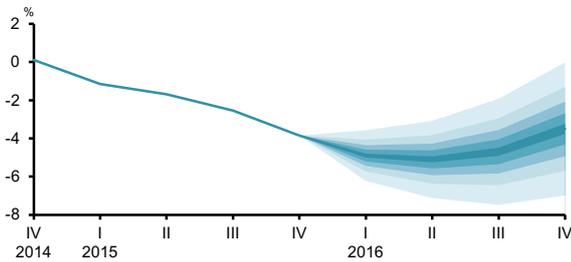


Gráfico 6.6. Até fevereiro de 2016, os valores se referem à inflação ocorrida e, a partir de então, a previsões. Segundo esses modelos, a projeção de inflação apresenta tendência declinante ao longo de 2016, convergindo para valor próximo à média incondicional ao final do horizonte de projeção.

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 -3,5% para 2016, 1,6 p.p. menor que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior.

Decomposição da Inflação de 2015

Seguindo procedimento adotado em anos anteriores, este box apresenta estimativas, com base em atualização recente da metodologia¹, de componentes da taxa de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de 2015, extraídos de decomposição baseada em modelos de projeção do Banco Central. A taxa de inflação é decomposta em seis componentes: (i) variação cambial; (ii) inércia associada à parcela da inflação que excedeu a meta; (iii) diferença entre expectativas de inflação dos agentes e meta; (iv) choque de oferta; (v) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e (vi) inflação de preços administrados, retirando-se os efeitos do item “(ii)”. Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas a incertezas inerentes ao processo de modelagem.

Inflação e determinantes em 2015

Conforme dados da Tabela 1, a inflação de 10,67% medida pelo IPCA em 2015 foi superior aos 6,41% observados em 2014. Considerando-se os dois grandes grupos de preços que compõem o IPCA, a inflação de preços livres encerrou o ano em 8,51% (6,72% em 2014), e a de preços administrados, em 18,07% (5,32% em 2014). Em bases trimestrais, a inflação de preços administrados foi elevada no primeiro trimestre de 2015 devido, principalmente, ao ajuste das tarifas de energia elétrica e da gasolina². A inflação de administrados recuou nos trimestres seguintes, mas manteve-se acima dos valores observados nos respectivos trimestres desde 2006.

1/ A atualização da metodologia foi apresentada no box “Decomposição da Inflação de 2014”, do Relatório de março de 2015, e consta de Cusinato *et al* (2016).

2/ No primeiro trimestre de 2015, o reajuste de preços da energia elétrica atingiu 36,33% e o da gasolina, 9,80%. Essas variações contribuíram, respectivamente, com 4,54 p.p. e 1,58 p.p. para a inflação de administrados no trimestre.

Tabela 1 – Inflação do IPCA: total, preços livres e preços administrados

Discriminação	Variação % no período									
	2014					2015				
	I	II	III	IV	Ano	I	II	III	IV	Ano
Total	2,18	1,54	0,83	1,72	6,41	3,83	2,26	1,39	2,82	10,67
Preços livres	2,60	1,51	0,69	1,77	6,72	2,47	1,98	1,06	2,74	8,51
Preços administrados	0,76	1,62	1,31	1,54	5,32	8,45	3,15	2,43	3,04	18,07

Ainda em termos trimestrais, observa-se que a inflação de preços livres em 2015, comparada com a de 2014, registrou valor abaixo do observado apenas no primeiro trimestre, e superior nos demais trimestres. Essa dinâmica reflete, em grande parte, o efeito do ajuste de preços administrados, e sua propagação, no comportamento da inflação dos preços livres, decorrente, entre outros fatores, do repasse pelas empresas, mesmo que parcial, de aumentos da energia elétrica e de combustíveis para os preços de suas mercadorias e serviços.

Gráfico 1 – Taxa nominal de câmbio



A partir da análise da evolução da taxa de câmbio desde julho de 2014 (Gráfico 1), é possível verificar uma tendência de alta ao longo de todo o período, correspondendo a desvalorização superior a 70%, com dois períodos de maior volatilidade, no primeiro e no terceiro trimestres de 2015, correspondendo a desvalorizações de 20,8% e de 28,1%, respectivamente. Esse movimento da taxa de câmbio, iniciado no final de 2014 e que atingiu seu valor máximo ainda no terceiro trimestre de 2015, teve impacto sobre a dinâmica da inflação ao longo de 2015.

Gráfico 2 – Preços de alimentos

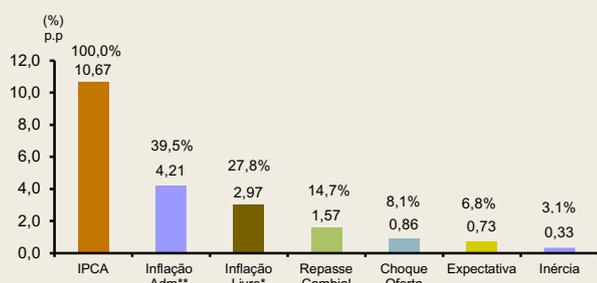


Outro determinante da inflação de 2015 foi a evolução dos preços de alimentos (Gráfico 2), importante fonte de choques de oferta. No caso dos preços de alimentos *in natura*, verificou-se aumento no primeiro semestre do ano. Por sua vez, o preço das *commodities* constantes do Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) Agropecuária mostrou alta significativa ao longo de todo o ano. O segmento alimentação e bebidas, como um todo, apresentou inflação acumulada de 12,01% em 2015, com contribuição de 2,9 p.p. no IPCA, superior aos 8,03% de 2014, que correspondeu a uma contribuição de 1,9 p.p. naquele ano. Fatores climáticos impediram que esses preços seguissem o padrão sazonal normalmente observado, o que contribuiu significativamente para a elevação do IPCA em 2015.

Gráfico 3 – Expectativas e IPCA trimestral

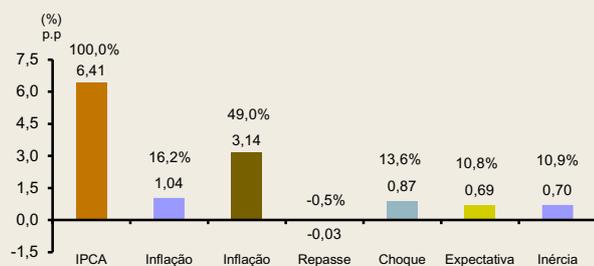


Gráfico 4 – Decomposição da taxa de inflação de 2015



* Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas.
 ** Excluindo inércia.

Gráfico 5 – Decomposição da taxa de inflação de 2014



* Excluindo repasse cambial, inércia, choque de oferta e expectativas.
 ** Excluindo inércia.

O Gráfico 3 mostra a comparação das expectativas de mercado para o IPCA de cada trimestre de 2015, coletadas no primeiro dia útil do trimestre anterior pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), com a correspondente variação de preços observada. Pode-se notar que, a despeito de fatores que já vinham se manifestando, como a desvalorização cambial e o ajuste nos preços administrados, a surpresa inflacionária se repetiu em todos os trimestres do ano.

Decomposição da inflação de 2015

Considerando os seis componentes, de acordo com o Gráfico 4, nota-se que a maior contribuição para a variação absoluta do IPCA adveio dos preços administrados³ (4,21 p.p.), seguida da contribuição da inflação de preços livres (2,97 p.p.), do repasse cambial (1,57 p.p.) e dos choques de oferta (0,86 p.p.). Em termos relativos, esses quatro itens responderam, respectivamente, por 39,5%, 27,8%, 14,7% e 8,1% da inflação total em 2015 – cerca de 90% do total da variação dos preços ao longo do ano. Por sua vez, as expectativas e a inércia contribuíram com 0,73 p.p. (6,8%) e 0,33 p.p. (3,1%) da variação total do IPCA, respectivamente.

Comparando a decomposição da inflação de 2015 com a de 2014 (Gráfico 5), nota-se maior contribuição dos preços administrados e do repasse cambial e menor contribuição dos preços livres e da inércia. O resultado mostra o forte efeito do realinhamento dos preços administrados sobre o IPCA de 2015. Com relação ao repasse cambial, cabe notar que, como grande parte da desvalorização observada em 2014 foi concentrada no último trimestre (18,8%), a defasagem fez com que seu impacto sobre os preços ao consumidor ocorresse apenas em 2015.

Em suma, este boxe apresentou estimativas da decomposição da taxa de inflação medida pelo IPCA no ano de 2015. Os exercícios mostram uma elevada contribuição dos preços administrados no período, seguida pela contribuição dos preços livres e do repasse cambial.

3/ Ressalte-se que os efeitos de segunda ordem dos preços administrados sobre os preços livres não estão incluídos nessa contribuição.

Referências

CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016). “Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014”. mimeo.