

ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 21 | Número 2 | Junho 2019

Relatório de Inflação

Volume 21 | Número 2 | Junho 2019

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação

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

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

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bc.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: conep.depep@bc.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bc.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bc.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 21, nº 2.

Convenções estatísticas

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

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

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

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

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

Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <<http://www.bcb.gov.br?ATENDIMENTO>>

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

Missão e objetivos

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

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

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

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

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

Implementação

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

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

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

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

Relatório de Inflação

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

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

Sumário

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	7
Conjuntura econômica	11
1.1 Cenário externo _____	11
1.2 Conjuntura interna _____	14
Atividade econômica e mercado de trabalho _____	14
Crédito _____	19
Fiscal _____	22
Demanda externa e Balanço de Pagamentos _____	23
1.3 Inflação e expectativas de mercado _____	25
Índices de preços _____	25
Índice de difusão e núcleos _____	27
Expectativas de mercado _____	28
Perspectivas para a inflação	47
2.1 Revisões e projeções de curto prazo _____	48
2.2 Projeções condicionais _____	49
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos _____	53
Boxes	
Revisão da projeção do PIB para 2019 _____	29
Importância dos componentes da demanda para as atividades mercantis _____	31
Duração da desocupação e inflação _____	35
Impactos do clima na inflação de alimentos _____	40
Revisão da projeção de crédito para 2019 _____	43
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2019 _____	44
Apêndice	55

Sumário executivo

Indicadores recentes da atividade econômica indicam interrupção do processo de recuperação da economia brasileira nos últimos trimestres. O cenário do Comitê de Política Monetária (Copom) contempla retomada desse processo adiante, de maneira gradual.

O Produto Interno Bruto (PIB) recuou no primeiro trimestre de 2019 em relação ao quarto trimestre do ano anterior (dados com ajuste sazonal), interrompendo sequência de oito trimestres sem quedas. Sob a ótica da oferta, esse resultado refletiu recuos nos produtos da agropecuária e da indústria, compensados parcialmente por ligeiro crescimento da atividade no setor de serviços. Do lado da demanda, o consumo das famílias manteve o movimento de expansão, pelo nono trimestre seguido, embora em ritmo inferior ao registrado em 2018, enquanto a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou pelo segundo trimestre consecutivo.

A retração da atividade no primeiro trimestre de 2019, reduzindo o carregamento estatístico para o ano corrente, e a ausência de sinais nítidos de recuperação nos primeiros indicadores divulgados para o segundo trimestre concorreram para que a projeção do PIB anual fosse revisada para 0,8%, ante 2,0% apresentado na edição anterior do Relatório de Inflação.

A economia segue operando com elevado nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego.

O cenário externo mostra-se menos adverso, em decorrência das mudanças nas perspectivas para a política monetária nas principais economias. Entretanto, os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem.

Não obstante, a economia brasileira apresenta maior capacidade de absorver eventual revés no cenário internacional, devido ao seu balanço de pagamentos robusto, à ancoragem das expectativas de inflação e

à perspectiva de reformas estruturais e de retomada, adiante, do processo de recuperação econômica.

As expectativas de inflação para 2019, 2020 e 2021 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,8%, 4,0% e 3,75%, respectivamente.

O Copom avalia que diversas medidas de inflação subjacente encontram-se em níveis apropriados, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom situam-se em torno de 3,6% para 2019 e 3,9% para 2020. Esse cenário supõe trajetória Selic que encerra 2019 em 5,75% a.a. e se eleva a 6,50% a.a. em 2020. Também supõe trajetória para a taxa de câmbio que termina 2019 e 2020 em R\$3,80/US\$. No cenário com taxa Selic constante a 6,50% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$3,85/US\$, as projeções situam-se em torno de 3,6% para 2019 e 3,7% para 2020.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom realizada em 18 e 19.6.2019 (223ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), a data de corte é 14.6.2019, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (223ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2019 e, principalmente, de 2020.

Na ocasião, o Comitê comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, (ii) uma eventual frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. O risco (ii) se intensifica no caso de (iii)

deterioração do cenário externo para economias emergentes. O Comitê avalia que o balanço de riscos para a inflação evoluiu de maneira favorável, mas entende que, neste momento, o risco (ii) é preponderante.

O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

O Comitê julga importante observar o comportamento da economia brasileira ao longo do tempo, com redução do grau de incerteza a que continua exposta.

O Comitê enfatiza que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes. Em particular, o Comitê julga que avanços concretos nessa agenda são fundamentais para consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva.

Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve manutenção da taxa Selic no nível vigente. O Comitê ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

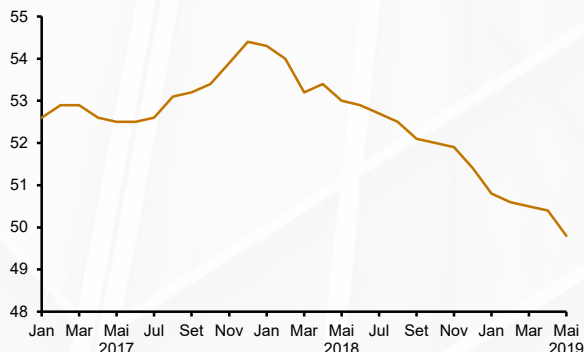
Este capítulo do Relatório de Inflação analisa a evolução recente da conjuntura econômica considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a evolução da economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade.

A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado de trabalho, à evolução do mercado de crédito, aos desempenhos das contas públicas e das contas externas do país. A seção final do capítulo analisa o comportamento da inflação e das expectativas de mercado, considerando as trajetórias dos principais indicadores de preços.

1.1 Cenário externo

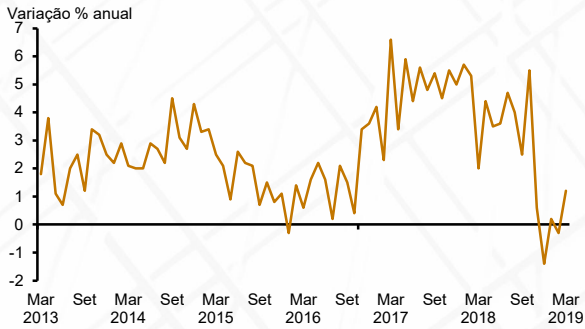
A desaceleração da atividade econômica mundial continua refletida em diversos indicadores de atividade. Embora os dados do Produto Interno Bruto (PIB) do primeiro trimestre tenham surpreendido positivamente em algumas economias, a composição desse crescimento, com menor impulso da demanda doméstica e maior contribuição do setor externo, sugere que os riscos para a atividade global permanecem. Nesse contexto, a ausência de pressões inflacionárias tem dado espaço aos bancos centrais para enfatizar suas preocupações com a intensidade da desaceleração da atividade e com os efeitos de disputas comerciais prolongadas sobre a confiança e o investimento.

Gráfico 1.1 – PMI Global – manufatura



Fonte: Thomson Datastream

Gráfico 1.2 – Índice de Comércio Mundial

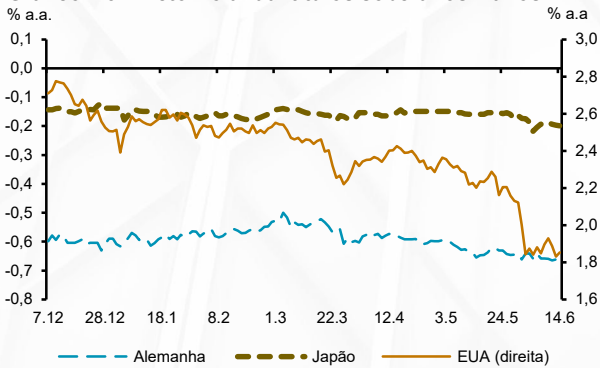


Fonte: Thomson Datastream, CPB

O Banco Central dos Estados Unidos (*Federal Reserve - Fed*) divulgou alterações relevantes na distribuição das expectativas dos membros do Comitê de Política Monetária (*Federal Open Market Committee - FOMC*), sugerindo que ajustes na política monetária possam ocorrer em 2019. Para o *Fed*, a economia americana apresenta dinamismo moderado, com sinais mistos no consumo e investimento e ausência de pressões inflacionárias, ressaltando o aumento das incertezas sobre a atividade. Destacou-se, adicionalmente, a postura vigilante quanto aos sinais de desaceleração e a possibilidade de ajustes para oferecer suporte à atividade e ao mercado de trabalho, desde que consistentes com o objetivo para a inflação.

O Banco Central Europeu (BCE) sinalizou o adiamento do seu plano de normalização monetária pelo menos até meados de 2020. Ao mesmo tempo em que avalia as condições financeiras como acomodáticas e a situação fiscal do bloco como levemente expansionista, o BCE mostra-se disposto a usar outros instrumentos de estímulo para a atividade econômica, se necessário.

Gráfico 1.3 – Retorno anual títulos soberanos 2 anos

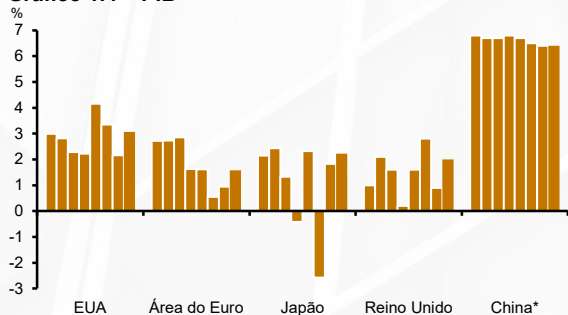


Fonte: Thomson Datastream

As oscilações recentes nos mercados internacionais derivam do aumento de incertezas em relação à atividade global, às tensões comerciais entre Estados Unidos e China e às perspectivas quanto aos próximos passos para a política monetária, principalmente nos Estados Unidos e Zona do Euro. Nesse contexto, os movimentos mais relevantes estão associados à curva de juros americana e aos mercados de bolsa de valores de países avançados.

Desde o Relatório de Inflação anterior, o cenário de desaceleração global se consolidou, com os mercados se ajustando às expectativas de política monetária mais acomodática nas economias avançadas. Para as economias emergentes, esse processo tem sido acompanhado por relativa estabilidade no apetite ao risco, diante de incertezas sobre os efeitos líquidos do movimento de desaceleração global para os emergentes, da queda nos preços das *commodities* e da evolução da política monetária nas economias avançadas. Não obstante, cabe destacar o movimento relevante de queda de taxas de juros de longo prazo nessas economias.

Gráfico 1.4 – PIB^{1/}



1/ Var% T/T-1. Taxas anualizadas, c/ajuste sazonal. Último: 4º tri/2018.

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

Fonte: Thomson Datastream

Nos Estados Unidos da América (EUA), o PIB cresceu 3,1% no primeiro trimestre (ante trimestre anterior, taxa anualizada), com expressiva contribuição do setor externo, em ambiente de elevação das exportações e recuo das importações. A demanda doméstica

mantém sinais de moderação, com consumo privado e investimento fixo crescendo ambos em ritmo inferior ao de trimestres recentes. Estatísticas de alta frequência mostram sinais divergentes. Enquanto os indicadores de confiança para os próximos seis meses sugerem possível retomada para o consumo, os indicadores antecedentes do lado da oferta ainda não sugerem inflexão relevante na atividade.

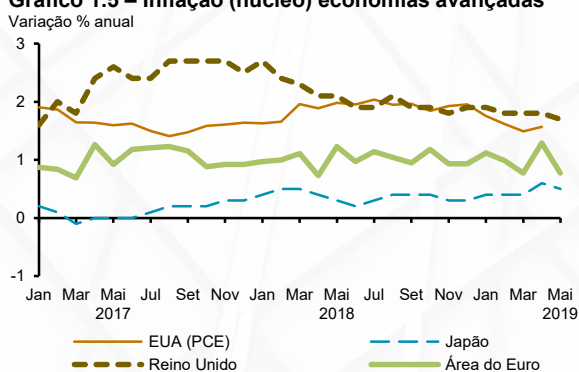
O mercado de trabalho registra tendência robusta de geração de postos e recuperação gradual dos rendimentos enquanto os preços ao consumidor mantêm trajetória suave, com destaque recente para os itens de vestuário e duráveis, que têm contribuído para sustentar o ritmo de deflação do núcleo de bens.

Na Área do Euro, a atividade do primeiro trimestre de 2019 cresceu 1,6% (taxa trimestral, anualizada), acima dos dois trimestres anteriores, com recuperação do consumo e do investimento e com contribuição positiva do setor externo. Destaque-se a retomada do ritmo de crescimento da Alemanha, com maior contribuição à demanda doméstica no trimestre. Indicadores antecedentes, entretanto, sugerem que o crescimento da região em 2019 deve se acomodar em patamar mais baixo. As incertezas relacionadas ao processo do *Brexit* e às tensões comerciais, bem como questões associadas à política fiscal, têm sido condicionantes importantes para a redução das expectativas de crescimento. Os índices de preços mostram desaceleração, embora a variação do núcleo do Índice Harmonizado dos Preços ao Consumidor (HICP) oscile em torno de 1,0% a.a.

No Japão, o PIB do primeiro trimestre expandiu 2,2% (taxa anualizada ante o trimestre anterior), resultado acima do esperado, explicado essencialmente pela retração do comércio exterior. A fraqueza dos componentes domésticos da demanda e a redução das exportações para a Ásia sugerem que o ritmo de crescimento do primeiro trimestre não deve se manter nos períodos seguintes.

Na China, a economia cresceu 6,4% no primeiro trimestre de 2019 (variação interanual), interrompendo uma sequência de três trimestres de desaceleração do ritmo de expansão. A maior contribuição ao crescimento decorreu do comportamento do setor externo que mais do que compensou a moderação da demanda doméstica. Indicadores antecedentes da atividade chinesa, entretanto, não sugerem sustentação do desempenho obtido no primeiro trimestre. As incertezas sobre um acordo de

Gráfico 1.5 – Inflação (núcleo) economias avançadas



Fonte: Thomson Datastream

convergência para as disputas comerciais com os Estados Unidos aumentaram nos últimos meses e têm contribuído para a deterioração das expectativas sobre a atividade. O governo chinês tem atuado de maneira ativa com medidas para incentivo à demanda doméstica, de acordo com a meta de crescimento do PIB para 2019, definida entre 6,0% e 6,5%.

Em síntese, desde o Relatório de Inflação anterior, a desaceleração da economia global continua em curso. Embora os dados do primeiro trimestre contendo surpresas positivas, também revelam retração de volumes do comércio global e moderação do consumo e do investimento nas principais economias. As incertezas sobre as negociações comerciais entre Estados Unidos e China aumentaram substancialmente nas últimas semanas, ao mesmo tempo em que as expectativas para a atividade ainda não mostram resposta às quedas recentes nas curvas de juros. O balanço de riscos para a atividade permanece assimétrico para baixo, enquanto persistem os riscos de uma desaceleração mais expressiva da economia global. Nesse contexto, os preços de ativos e o apetite ao risco por ativos de economias emergentes têm exibido volatilidade normal, ponderando as incertezas sobre as perspectivas para a atividade e as próximas ações na política monetária dos países avançados.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica e mercado de trabalho

O conjunto de indicadores de atividade divulgados desde o Relatório de Inflação anterior mostra que houve interrupção do processo de recuperação da economia brasileira nos últimos trimestres. Essa interrupção fica mais nítida quando se adota perspectiva um pouco mais longa, que sugere ter havido uma mudança na dinâmica da economia após o segundo trimestre de 2018. O cenário básico do Copom contempla retomada desse processo adiante, de maneira gradual.

O PIB recuou 0,2% no primeiro trimestre de 2019 em relação ao quarto trimestre do ano anterior (dados com ajuste sazonal), de acordo com os dados das Contas Nacionais, divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O resultado interrompeu sequência de oito trimestres sem quedas. Sob a ótica da oferta, esse resultado refletiu

Gráfico 1.6 – PIB^{1/}

Média 2012 = 100



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %				
	2018				2019
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	0,5	0,0	0,5	0,1	-0,2
Agropecuária	2,4	0,1	0,1	0,0	-0,5
Indústria	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	-0,7
Serviços	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2
Consumo das famílias	0,4	0,0	0,6	0,5	0,3
Consumo do governo	-0,4	-0,4	0,3	-0,3	0,4
Formação Bruta de					
Capital Fixo	0,7	-1,1	5,7	-2,4	-1,7
Exportação	3,2	-4,4	6,3	3,7	-1,9
Importação	2,3	-2,2	9,2	-6,1	0,5

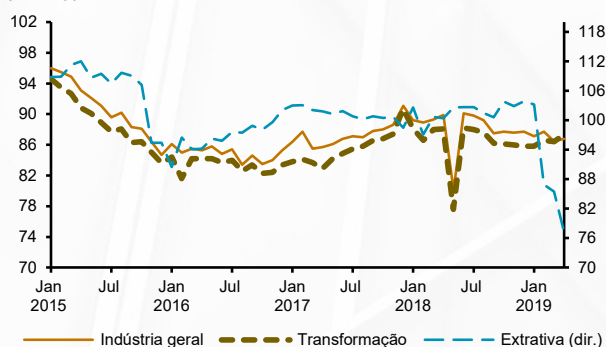
Fonte: IBGE

desempenhos negativos na agropecuária (0,5%) e na indústria (0,7%), compensados parcialmente por crescimento no setor de serviços (0,2%). A retração da atividade industrial repercutiu recuos na indústria de transformação e na construção civil, além de acentuado declínio no produto da indústria extrativa, afetado pelo desastre ocorrido na cidade de Brumadinho, em janeiro, e por paradas para manutenção de plataformas de extração de petróleo. Do lado da demanda, a alta de 0,3% no consumo das famílias, embora em ritmo ligeiramente inferior ao observado ao longo de 2018, evidencia a resiliência desse componente, que vem sendo sustentado pelo aumento da massa salarial e pela expansão do crédito às pessoas físicas.¹ A formação bruta de capital fixo (FBCF) apresentou recuo de 1,7%, após queda de 2,4% no quarto trimestre, confirmando a interrupção do processo de retomada dos investimentos que vinha se delineando desde 2017.

O recuo da atividade no primeiro trimestre de 2019, reduzindo o carregamento estatístico para o ano corrente, e a trajetória dos indicadores de alta frequência no início deste segundo trimestre concorreram para que a projeção do PIB anual fosse revisada para 0,8%, ante os 2,0% apresentados na edição anterior do Relatório de Inflação.² Observe-se que essa perspectiva de crescimento anual está condicionada ao cenário de continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira e incorpora expectativa de recuperação da atividade em ritmo crescente ao longo do restante do ano.

Gráfico 1.7 – Produção industrial^{1/}

2012 = 100



Fonte: IBGE

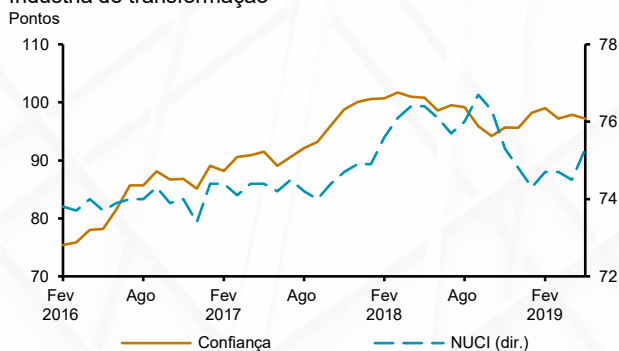
1/ Séries com ajuste sazonal.

A produção física da indústria recuou 0,5% no trimestre finalizado em abril, relativamente aos três meses encerrados em janeiro, quando diminuía 0,8%, nessa mesma base de comparação, de acordo com dados dessazonalizados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE. A produção da indústria extrativa decresceu 19,5% no período, influenciada pelos eventos extraordinários nas atividades de mineração e extração de petróleo, enquanto a atividade na indústria de transformação aumentou 1,1%, refletindo crescimentos em 14 das 25 atividades desse segmento. Na abertura por categorias de uso, houve diminuição na produção de bens intermediários (2,6%)³ e aumentos em bens de capital (3,9%), bens de consumo duráveis (5,1%) e em bens de consumo semi e não duráveis (1,0%).

- 1/ O boxe “Importância dos componentes de demanda para as atividades mercantis” analisa as implicações da evolução dos componentes da demanda sobre os componentes da oferta.
- 2/ Ver boxe “Revisão da projeção do PIB para 2019”.
- 3/ Como a indústria extrativa produz exclusivamente bens intermediários, os eventos extraordinários ocorridos no setor ajudam a explicar o recuo nesta categoria de uso.

Apesar de melhoras pontuais, parcela importante dos segmentos industriais segue operando com elevada ociosidade da capacidade instalada. Em termos gerais, o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria de transformação cresceu 0,2 p.p. no trimestre finalizado em maio, em comparação com o trimestre anterior, atingindo a média de 74,8%, considerados dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da FGV. Esse resultado refletiu o decréscimo do NUCI da indústria de bens intermediários e os aumentos nas indústrias de bens de capital, bens de consumo duráveis e de bens de consumo semi e não duráveis.

Gráfico 1.8 – Confiança e NUCI^{1/}
Indústria de transformação

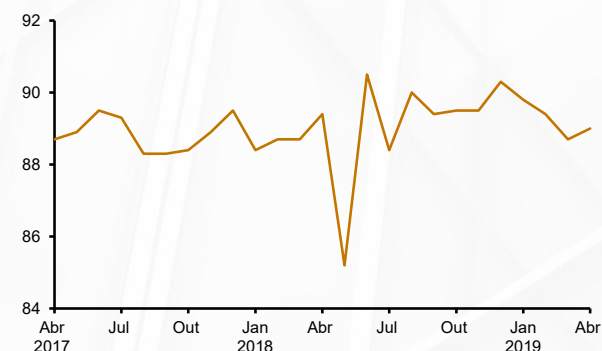


Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

O Índice de Confiança da Indústria⁴ (ICI) alcançou 97,4 pontos na média do trimestre encerrado em maio, segundo dados dessazonalizados da FGV, 0,2 ponto abaixo do observado no trimestre encerrado em fevereiro. A relativa estabilidade do indicador agregado refletiu recuos nas indústrias de bens de capital e de bens de consumo duráveis, parcialmente compensados por altas nas indústrias de bens intermediários e de bens de consumo semi e não duráveis.

Em síntese, enquanto o desastre em Brumadinho e suas repercussões afetaram, de forma expressiva, a indústria extrativa, a indústria de transformação apresentou tênues sinais de recuperação no últimos meses, após período de declínio observado ao longo do segundo semestre de 2018.

Gráfico 1.9 – Índice de Volume de Serviços^{1/}
Média 2014 = 100



Fonte: IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

A atividade no setor terciário tem registrado arrefecimento na margem. A Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE apontou diminuição de 0,9% no volume de serviços no trimestre encerrado em abril de 2019 em relação ao encerrado em janeiro, quando havia crescido 0,3%, segundo dados dessazonalizados. Três dos cinco grandes segmentos pesquisados registraram recuo de atividade, com destaque para “serviços de transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios”, 3,2%, segmento mais sensível à atividade fabril e da agropecuária.

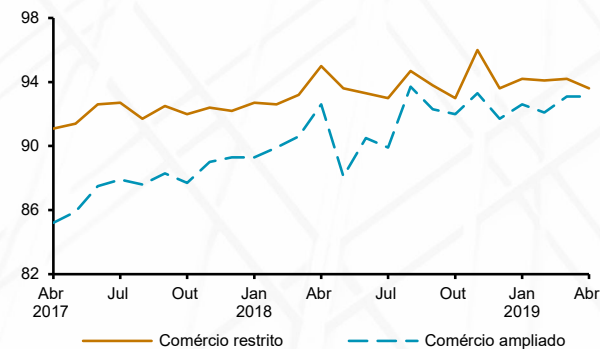
A confiança dos empresários do setor, segundo o Índice de Confiança de Serviços (ICS), recuou 5,1 pontos no trimestre finalizado em maio de 2019, em relação ao terminado em fevereiro, de acordo com dados dessazonalizados da Fundação Getúlio Vargas (FGV). A variação negativa decorreu da combinação de retrações de 1,9 ponto no Índice de Situação Atual (ISA-S) e, principalmente, de 8,2 pontos no Índice de Expectativas (IE-S).

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

No âmbito da demanda, a expansão moderada da atividade de comércio sugere manutenção de trajetória crescente do consumo das famílias.

Gráfico 1.10 – Índice de volume de vendas^{1/}

Média 2014 = 100



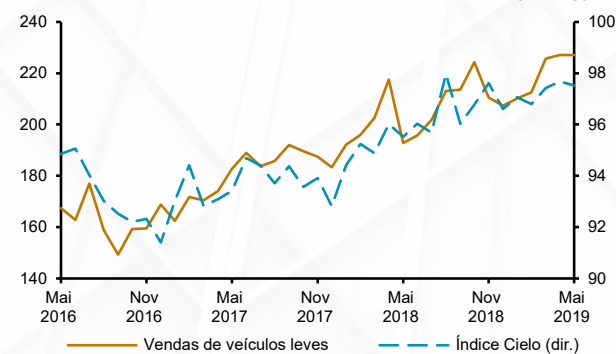
Fonte: IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

As vendas do comércio ampliado avançaram 0,3% no trimestre finalizado em abril, em relação ao terminado em janeiro, quando haviam recuado 0,1%, no mesmo tipo de comparação, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE. O crescimento na margem no conceito ampliado reflete desempenhos positivos em quatro dos dez segmentos que o compõem, com destaque para veículos, motocicletas, partes e peças, 5,7%, e equipamentos e materiais de escritório, 3,5%. O conceito restrito, que exclui os segmentos automobilístico e de material de construção, recuou 0,7% no trimestre encerrado em abril, ante crescimento de 0,8% no trimestre encerrado em janeiro.

Gráfico 1.11 – Vendas de veículos e Índice Cielo^{1/}

Milhares

2014 = 100

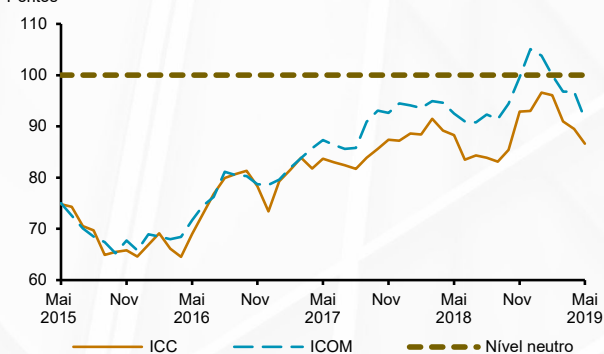


Fontes: Fenabrave e Cielo
1/ Séries com ajuste sazonal.

Indicadores coincidentes sugerem continuidade da gradual recuperação das vendas no varejo. O Índice Cielo do Varejo Ampliado (ICVA), de abrangência nacional, que acompanha um amplo número de pontos de vendas credenciados à empresa de meios de pagamentos, apontou alta de 0,7% no trimestre encerrado em maio de 2019, em relação ao finalizado em fevereiro, quando havia mostrado estabilidade, considerados dados dessazonalizados⁵. Adicionalmente, as vendas de automóveis e veículos comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), dessazonalizados pelo Banco Central, avançaram 8,0% no trimestre encerrado em maio em relação ao terminado em fevereiro, quando recuara 2,4%.

Gráfico 1.12 – Índices de confiança^{1/}

Pontos



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Em sentido oposto, os indicadores de confiança do consumidor apresentaram trajetória de queda, influenciados, particularmente, pela deterioração mais acentuada nos componentes de expectativas. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da FGV, recuou 6,2 pontos no trimestre finalizado em maio em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, considerando-se dados com ajuste sazonal, refletindo retrações de 1,1 ponto no Índice da Situação Atual (ISA-ICC) e de 9,6 pontos no Índice de Expectativas (IE-ICC).

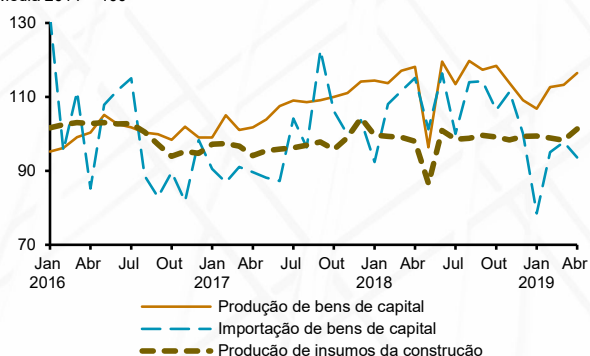
A confiança dos empresários do setor varejista também mostrou declínio expressivo recentemente. O Índice de Confiança do Comércio Ampliado (ICOM), divulgado pela FGV, recuou 8,0 pontos no trimestre finalizado em maio, em relação ao encerrado em

5/ Ajuste sazonal realizado pelo Banco Central

fevereiro, resultado do decréscimo de 5,2 pontos no Índice de Situação Atual (ISA-COM) e de 10,5 pontos no Índice de Expectativas (IE-COM).

Gráfico 1.13 – Indicadores de FBCF^{1/}

Média 2014 = 100

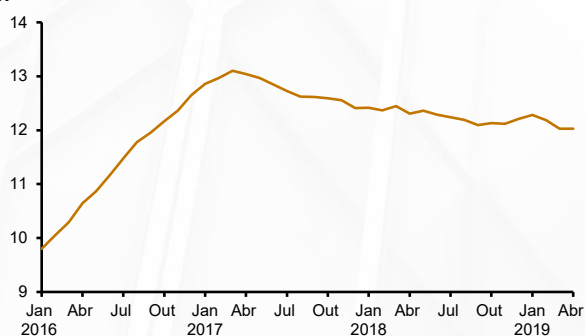


Fontes: IBGE e Funcex
1/ Séries com ajuste sazonal.

Após dois trimestres de recuo da FBCF nas Contas Nacionais, indicadores mensais sugerem que as decisões de investimento seguem sem sinais claros de recuperação, em meio às incertezas sobre aspectos fundamentais do ambiente econômico futuro – notadamente sobre sustentabilidade das contas públicas. A produção e a importação⁶ de bens de capital, indicativos da absorção de máquinas e equipamentos, variaram, respectivamente, 3,9% e -1,2% no trimestre terminado em abril em relação ao trimestre terminado em janeiro, considerando dados com ajuste sazonal. Na mesma base de comparação, a produção de insumos típicos da construção civil cresceu 0,5% após recuo de 0,2% no trimestre encerrado em janeiro. A despeito da ligeira alta recente na margem, os efeitos de restrições fiscais sobre o segmento de infraestrutura e sobre o programa Minha Casa Minha Vida, além das reduções nas vendas líquidas e nos lançamentos de imóveis novos observadas neste ano, não sugerem recuperação efetiva do setor de construção civil nos próximos trimestres.

Gráfico 1.14 – Taxa de desocupação^{1/}

MM3M
%



Fonte: IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

O mercado de trabalho, ainda que em processo de gradual recuperação, continua evidenciando a elevada ociosidade da capacidade produtiva da economia brasileira. A taxa de desocupação, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE, atingiu 12,5% no trimestre encerrado em abril, 0,4 p.p. abaixo da observada no mesmo período do ano anterior. Na margem, considerando-se a série com ajuste sazonal⁷, a taxa de desocupação alcançou 11,9%, recuando 0,4 p.p. em relação ao trimestre finalizado em janeiro, refletindo os crescimentos de 0,9% da população ocupada e de 0,5% da força de trabalho⁸. A recuperação do mercado de trabalho continua impulsionada pelas categorias de ocupação mais associadas à informalidade, porém os resultados do trimestre encerrado em abril sinalizam melhora, ainda que incipiente, do emprego entre os trabalhadores formais.

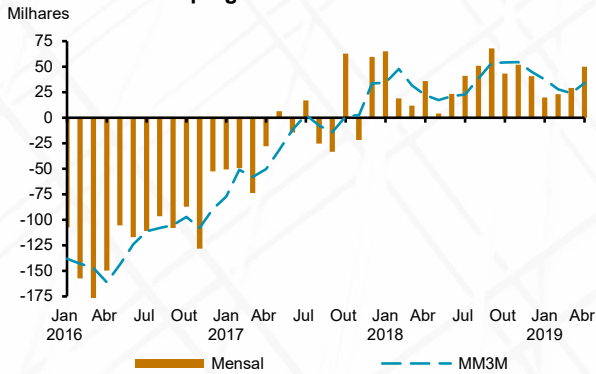
As estatísticas do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério da Economia,

6/ As importações de bens de capital, nessa comparação, excluem importação de equipamentos para extração de petróleo e outlier ocorrido em junho de 2016.

7/ Ajuste sazonal realizado pelo Banco Central.

8/ Em relação à taxa de desocupação, o boxe "Duração da desocupação e inflação" analisa a evolução da desocupação por tempo de busca por trabalho e suas possíveis implicações para inflação.

Gráfico 1.15 – Emprego formal^{9/}

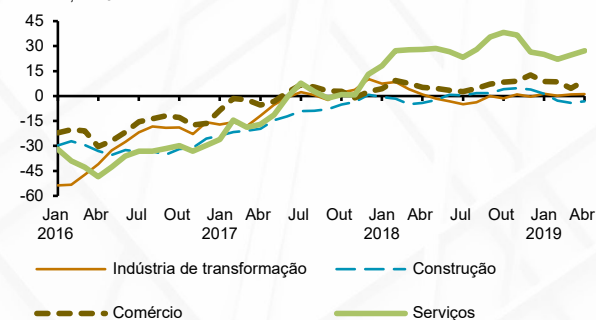


Fonte: Secretaria de Trabalho/ME
1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.16 – Emprego formal^{10/}

Por setor

Milhares, MM3M

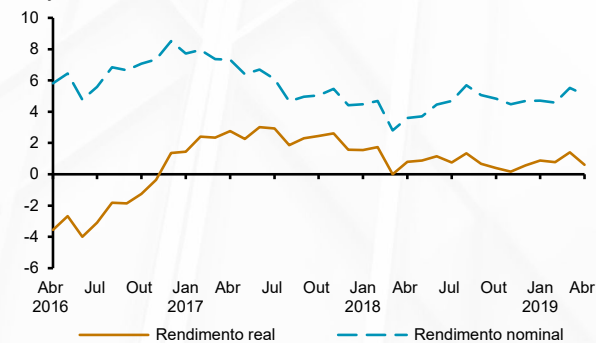


Fonte: Secretaria de Trabalho/ME
1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.17 – Rendimento do trabalho

Trimestre/Trimestre do ano anterior

Variação %



Fonte: IBGE

mostraram dinamismo do mercado formal de trabalho nos primeiros meses de 2019 semelhante ao observado no ano passado. De acordo com o Caged, houve geração líquida de 293,9 mil empregos formais até o mês de abril, ante 311,1 mil em igual período de 2018^{9/}. Em termos dessazonalizados^{10/}, o saldo do trimestre encerrado em abril atingiu 102,2 mil postos formais, frente a 112,5 mil postos nos três meses anteriores. Na mesma base de comparação, o índice de emprego formal cresceu 0,2%, ante variação de 0,4% no trimestre finalizado em janeiro, descontando-se os efeitos sazonais.

A despeito do arrefecimento da renda real, a massa de rendimentos segue fornecendo suporte ao consumo das famílias no começo de 2019. De acordo com dados da PNAD Contínua^{11/}, sazonalmente ajustados^{12/}, a massa real de salários elevou-se 0,6% no trimestre finalizado em abril, em relação ao período terminado em janeiro, quando crescera 0,8% no mesmo tipo de comparação. Esse crescimento resultou da elevação de 0,9% da ocupação, mais do que compensando o recuo de 0,3% do rendimento médio real do trabalho.

Crédito

O mercado de crédito manteve trajetória de alta, repercutindo especialmente o comportamento do crédito livre, enquanto prossegue o ajuste nas operações com crédito direcionado. Destaca-se, na evolução recente, a dinâmica de crédito pessoal que continua dando suporte à expansão do consumo das famílias. Observa-se, adicionalmente, relativa estabilidade na inadimplência e ligeiro aumento nas taxas de juros médias.

O estoque de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) registrou crescimento de 1,4% no trimestre encerrado em maio, refletindo as variações respectivas de 3,2% e -0,5% dos bancos privados e públicos, de acordo com dados preliminares^{13/}. O saldo das operações com recursos livres expandiu 3,4% (4,0% e 2,2% nos segmentos de pessoas físicas

9/ Dados sem ajustes para contemplar declarações fora do prazo.

10/ Ajuste sazonal realizado pelo Banco Central.

11/ Dados corrigidos para fato atípico referente a indivíduo com domicílio em bairro de baixa renda e rendimento mensal informado de R\$1 milhão, que permaneceu na amostra da PNAD Contínua entre dezembro de 2016 e dezembro de 2017, afetando a evolução da série de rendimento médio.

12/ Ajuste sazonal realizado pelo Banco Central.

13/ Em função da data de corte deste Relatório os dados de crédito referentes a maio são preliminares.

Gráfico 1.18 – Saldo das operações de crédito
R\$ bilhões

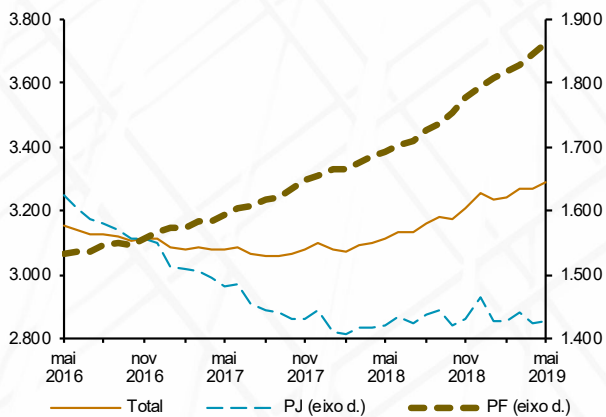


Gráfico 1.19 – Concessões dessazonalizadas
MM3M – R\$ bilhões
Recursos livres Recursos direcionados

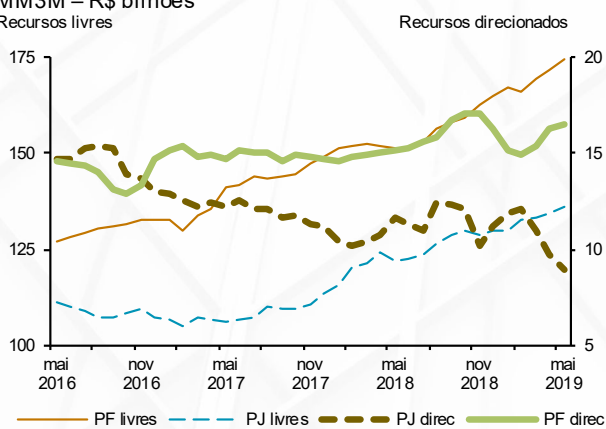
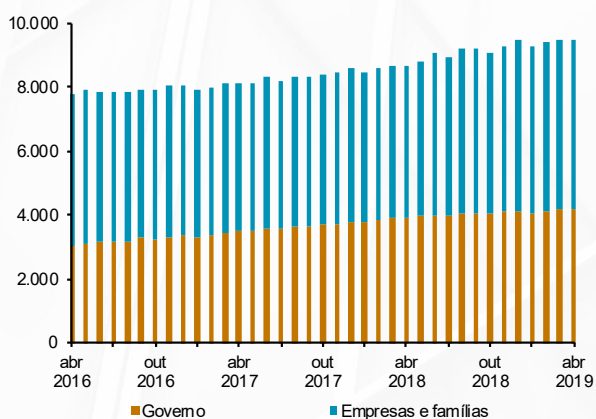


Gráfico 1.20 – Crédito ampliado
R\$ bilhões



e jurídicas, respectivamente) e a carteira de crédito com recursos direcionados recuou 0,7% (variações de 0,8% e -2,8% nas carteiras de pessoas físicas e jurídicas, respectivamente). No segmento de crédito livre para pessoas jurídicas destacaram-se os aumentos nas modalidades de Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACC) e aquisição de veículos. No âmbito do crédito a pessoas físicas, as modalidades cartão de crédito parcelado e crédito pessoal não consignado têm mostrado maior dinamismo. Em doze meses, a variação do estoque de crédito do SFN atingiu 5,6%, com destaque para a expansão de 11,9% no segmento de crédito livre, enquanto o crédito direcionado recuou 1,2%.

As concessões de crédito dessazonalizadas cresceram 2,6% no trimestre encerrado em maio. Nas operações com recursos livres, houve expansão de 3,3% (variações de 5,2% e 2,3% nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas, respectivamente). As concessões com recursos direcionados recuaram 5,8% no trimestre, impactadas pelo recuo de 26,1% nas novas operações às empresas (+10,2% no segmento de pessoas físicas).

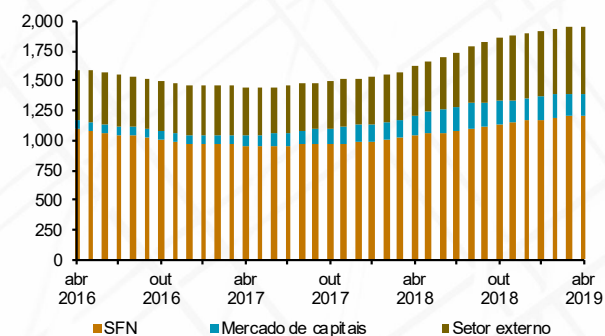
A partir de abril, passaram a ser divulgadas mensalmente as estatísticas de crédito ampliado ao setor não financeiro. Essa nova estatística inclui, além dos saldos das operações de crédito do SFN, empréstimos e financiamentos concedidos pelos demais setores institucionais residentes; os estoques dos títulos públicos, privados e instrumentos securitizados; e os empréstimos e emissões de títulos cujos credores são não residentes.¹⁴

No trimestre finalizado em abril, o saldo de crédito ampliado atingiu R\$9,4 trilhões, alta de 1,6% em relação ao saldo de janeiro, refletindo aumentos de 2,0% no saldo do Governo Geral e 1,3% no saldo das empresas e famílias. Destaque para o saldo ampliado às empresas e famílias, que atingiu R\$5,3 trilhões em abril, dos quais R\$3,1 trilhões são provenientes do SFN; R\$1,2 trilhão correspondente à dívida externa e R\$1 trilhão dividido entre títulos da dívida interna, outras sociedades financeiras e fundos governamentais. Em relação a abril de 2018, o saldo de crédito ampliado ao setor não financeiro registrou crescimento de 9,1%, refletindo alta de 11,5% nas dívidas das empresas e famílias e 6,1% do Governo Geral.

14/ Para informações e detalhamento da metodologia do novo indicador de crédito ampliado ao setor não financeiro, ver box “Crédito ampliado ao setor financeiro”, Relatório de Economia Bancária do Banco Central Brasil, ano 2018, disponível em <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>

Gráfico 1.21 – Captações PJ (R\$ bilhões) ^{1/}

Acumulado 12 meses



Fontes: Anbima e BCB

1/ SFN – exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.

Mercado de capitais – considera debêntures, notas promissórias e ações.

S. externo – inclui emprést./títulos de empresas não financ. e op. intercia.

Gráfico 1.22 – Indicador do Custo do Crédito (ICC)

Recursos livres

% a.a.

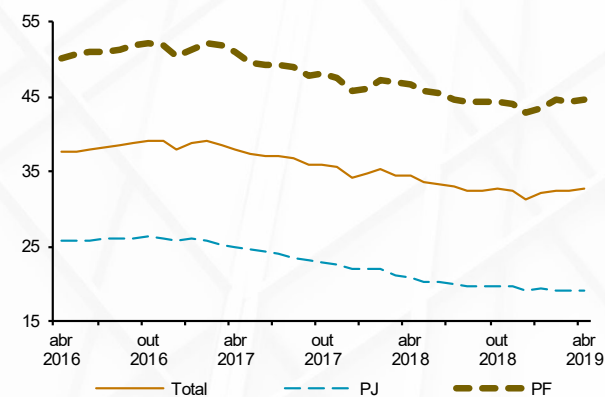
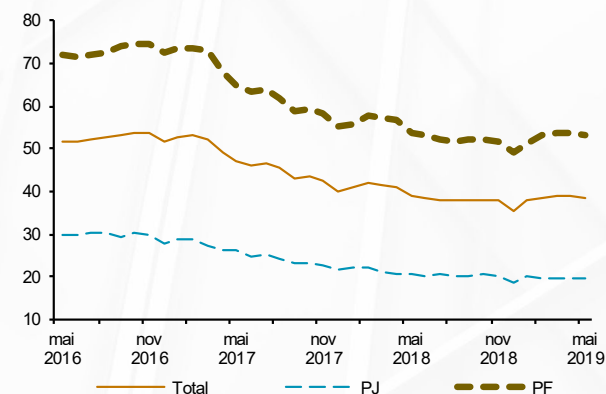


Gráfico 1.23 – Taxas de juros

Recursos livres

% a.a.



Considerando dados de fluxo, os recursos captados pelas empresas no crédito amplo¹⁵ registraram variação de 20,0% em doze meses encerrados em abril. Entretanto, observa-se arrefecimento nas emissões realizadas no mercado de capitais doméstico nos primeiros quatro meses do ano, quando comparadas ao mesmo período do ano anterior.

O Indicador do Custo do Crédito (ICC), que mede o custo médio das operações de crédito em aberto, independentemente da data de contratação, apresentou alta de 0,3 p.p. no trimestre encerrado em abril (-0,2 p.p. em doze meses). Nas operações com recursos livres, o indicador recuou 0,2 p.p. no segmento de pessoas jurídicas e avançou 1,2 p.p. no de pessoas físicas. Nas operações com recursos direcionados, o indicador permaneceu estável (8,8% a.a.).

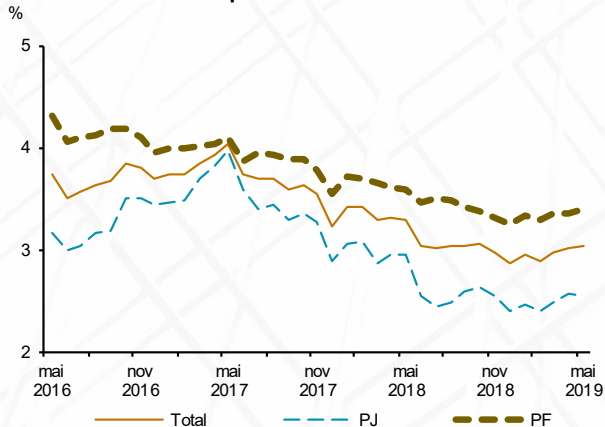
A taxa média de juros das novas operações de crédito do SFN avançou 0,2 p.p. no trimestre encerrado em maio (0,4 p.p. em doze meses), refletindo variações de 0,3 p.p. no segmento de pessoas físicas e de -0,1 p.p. entre pessoas jurídicas. Nas operações com recursos livres, a taxa média de juro do segmento de pessoas físicas recuou 0,2 p.p. no trimestre, ao atingir 52,9% a.a. em maio. Apesar da queda, cabe destacar as elevações de 3,0 p.p., 3,6 p.p. e 4,3 p.p. nas modalidades cheque especial, cartão de crédito parcelado e cartão de crédito rotativo, respectivamente. No segmento de pessoas jurídicas com recursos livres, a taxa média de juros recuou 0,3 p.p. no trimestre, ao registrar 19,5% a.a.

A taxa de inadimplência, consideradas as operações com atrasos superiores a 90 dias, cresceu 0,1 p.p. no trimestre encerrado em maio, situando-se em 3,0%. Nas operações com recursos livres, o indicador permaneceu estável (variações de 0,1 p.p. e -0,1 p.p. nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas, respectivamente), enquanto nas operações com recursos direcionados a inadimplência avançou 0,2 p.p. (0,1 p.p. e 0,6 p.p. nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas, respectivamente).

Para 2019, projeta-se crescimento do saldo de crédito de 6,5%, valor inferior à projeção apresentada no Relatório de Inflação de março de 2019 (7,2%). A revisão da projeção está associada à expectativa de crescimento da atividade econômica inferior à

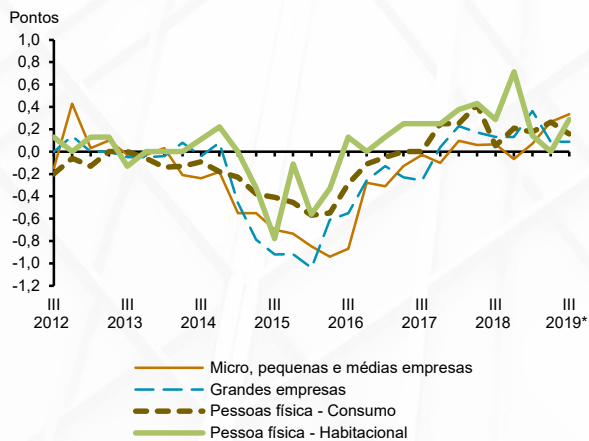
15/ O indicador de fluxo tem algumas divergências metodológicas em relação à estatística de crédito amplo ao setor não financeiro. O indicador considera as operações do SFN, do mercado externo e de capitais domésticos, porém não são considerados dados de FDIC, CRI e CRA.

Gráfico 1.24 – Inadimplência^{1/}



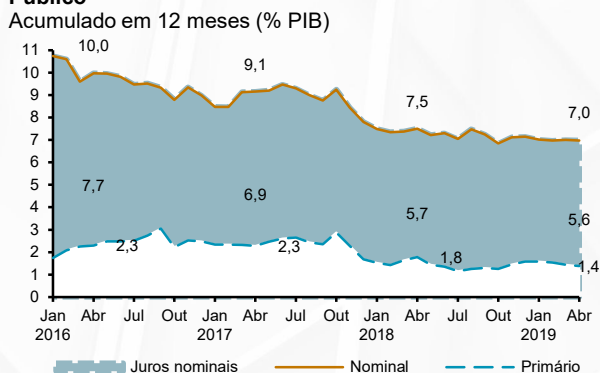
1/ Atrasos acima de 90 dias.

Gráfico 1.25 – Indicadores de aprovação de crédito



* Os valores do III 2019 correspondem às expectativas dos respondentes para esse trimestre. Os demais correspondem às percepções sobre a situação em cada trimestre.

Gráfico 1.26 – Necessidades de Financiamento do Setor Público



16/ Para mais detalhes, ver boxe “Revisão da projeção de crédito para 2019” neste Relatório.

17/ Os dados apresentados neste Relatório referem-se à avaliação das instituições sobre a porcentagem de aprovação de novos empréstimos, considerando quatro segmentos (grandes empresas; micro, pequenas e médias empresas; crédito habitacional pessoas físicas; e crédito voltado ao consumo) tanto no que se refere aos últimos três meses, como para os próximos três meses. Os indicadores apresentados correspondem a uma média das respostas de cada entrevistado, variando entre -2 (aprovação consideravelmente inferior) a +2 (aprovação consideravelmente superior). Para mais detalhes da metodologia da PTC, ver Annibal, Clodoaldo e Koyama, Sérgio (2011), “Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil”, BCB, Trabalho para Discussão nº 245.

prevista naquela ocasião, a despeito da manutenção da inadimplência e da taxa Selic em patamares historicamente baixos.¹⁶

Dados da última Pesquisa Trimestral sobre Condições de Crédito (PTC)¹⁷, realizada entre 3 e 11 de junho de 2019 com instituições financeiras, apontam para a manutenção da recuperação do crédito. Para o terceiro trimestre de 2019, a expectativa é de aumento do volume de novas concessões de crédito para todos os segmentos considerados: de pessoas jurídicas (grandes empresas e micro, pequenas e médias empresas) e de pessoas físicas (consumo e habitacional). Ressalta-se a melhora na margem na expectativa para o crédito habitacional.

Fiscal

O setor público consolidado, excluindo estatais financeiras e empresas dos grupos Petrobras e Eletrobras, registrou *superavit* primário de R\$20,0 bilhões no primeiro quadrimestre de 2019, ante R\$7,3 bilhões no mesmo período de 2018. O governo central foi responsável por *superavit* primário de R\$728 milhões, repercutindo o saldo positivo de R\$66 bilhões do governo federal, em grande medida compensado pelo *deficit* de R\$65,1 bilhões do Instituto Nacional de Seguro Social (INSS). No mesmo período em 2018, o governo central foi deficitário em R\$2,6 bilhões.

O resultado mais favorável do governo federal no ano corrente refletiu, em valores nominais, o crescimento de 3,9% (R\$16,5 bilhões) das receitas líquidas, superior ao crescimento de 3,5% (R\$15,1 bilhões) das despesas primárias. Em termos reais, as despesas com benefícios previdenciários cresceram R\$4,2 bilhões, sobrepondo-se à contração em outros itens obrigatórios relevantes, como Subsídios, Subvenções e Proagro; e a Compensação ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS) pelas desonerações da folha de pagamentos.

Tabela 1.2 – Necessidades de financiamento do setor público – resultado primário

Acumulado no ano até abril

Segmento	R\$ bilhões		
	2017	2018	2019
Governo Central	2,7	2,6	-0,7
d/q Governo Federal	-49,5	-59,1	-66,0
d/q INSS	52,0	61,5	65,1
Governos regionais	-17,9	-10,6	-17,9
Empresas estatais	0,0	0,7	-1,4
Total	-15,1	-7,3	-20,0

O melhor desempenho das contas públicas consolidadas no primeiro quadrimestre do ano também refletiu a execução orçamentária dos entes subnacionais e comportamento das empresas estatais. Até abril, os governos regionais e as empresas estatais contribuíram com *superavit* de R\$17,9 bilhões e R\$1,4 bilhão, respectivamente. O crescimento de 10,6% (R\$8,9 bilhões) nas transferências por repartição de receitas da União favoreceu o resultado no período. Ressalte-se que a Lei de Diretrizes Orçamentárias estabeleceu *deficit* de R\$132,0 bilhões como meta indicativa para o resultado primário do setor público consolidado em 2019. Em doze meses, o *deficit* até abril alcançou R\$95,6 bilhões.

No primeiro quadrimestre, o resultado de juros nominais apropriados pelo setor público atingiu R\$129,2 bilhões, crescimento de R\$10,3 bilhões em relação ao mesmo período de 2018 (R\$118,9 bilhões). A despeito da postura estimulativa da política monetária e a consequente queda da taxa implícita da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), o aumento na incorporação de juros nominais refletiu o crescimento do estoque da dívida bruta e a despesa de R\$1,5 bilhão com os *swaps* cambiais no período.

Em relação aos indicadores de endividamento, a DLSP totalizou R\$3.769,7 bilhões (54,2% do PIB) em abril de 2019, com elevação de 2,4 p.p. do PIB em relação ao mesmo mês do ano anterior. A Dívida Bruta do Governo Geral, que inclui Governo Federal, INSS, governos estaduais e municipais, atingiu R\$5.479,6 bilhões (78,8% do PIB). A reversão dessa trajetória ascendente da dívida pública está condicionada pelo avanço de reformas e de ajustes estruturais no âmbito da política fiscal.

Demanda externa e Balanço de Pagamentos

As transações correntes registraram *deficit* de US\$7,6 bilhões no período de janeiro a maio deste ano, ante *deficit* de US\$8,2 bilhões observado em igual período de 2018, segundo dados preliminares do balanço de pagamentos. O resultado foi influenciado, principalmente, pelos recuos nas despesas líquidas das contas de serviços e de renda primária em magnitude superior à diminuição do saldo da balança comercial. Nos doze meses acumulados até maio, o *deficit* em transações correntes situou-se em 0,7%

Tabela 1.3 – Balanço de Pagamentos

Período	US\$ bilhões					
	2018			2019		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai*	Jan- mai*	
Transações correntes	0,9	-8,2	-14,5	0,7	-7,6	
Balança comercial	5,6	22,0	53,6	5,7	20,6	
Exportações	19,2	93,2	239,0	21,2	93,7	
Importações	13,6	71,3	185,4	15,5	73,1	
Serviços	-2,7	-13,6	-34,0	-3,0	-12,7	
dos quais: viagens	-1,2	-5,2	-12,3	-1,1	-4,6	
dos quais: transportes	-0,4	-2,6	-6,2	-0,5	-2,3	
dos quais: aluguel de equip.	-1,2	-6,2	-15,0	-1,4	-5,6	
Renda primária	-2,2	-17,6	-36,7	-2,5	-16,8	
dos quais: juros	-1,1	-9,1	-20,0	-0,8	-8,4	
dos quais: lucros e dividendos	-1,1	-8,6	-16,9	-1,7	-8,5	
Renda secundária	0,2	1,1	2,5	0,4	1,4	
Conta capital	0,0	0,2	0,4	0,0	0,1	
Conta financeira	1,9	-4,9	-7,7	1,2	-5,0	
Investim. ativos ^{1/}	-2,5	24,2	73,2	9,9	39,9	
Inv. direto no ext.	-0,6	2,7	14,1	0,6	9,1	
Inv. Carteira	-1,5	4,4	0,5	0,0	4,1	
Outros Investimentos	-0,4	17,0	58,7	9,3	26,7	
dos quais: ativos de bancos	-1,6	2,9	0,4	2,0	2,8	
Investim. passivos	-1,9	41,1	86,6	9,2	52,7	
IDP	3,0	26,9	88,3	7,1	35,1	
Participação no capital	2,7	21,4	56,0	3,5	20,0	
Operação intercompanhia	0,3	5,5	32,3	3,5	15,2	
Ações totais ^{2/}	-4,4	-2,0	-5,6	-2,4	-2,0	
Títulos no país	-2,0	3,9	-4,3	2,2	12,1	
Emprést. e tít. LP ^{3/}	-0,5	-4,2	-7,4	-0,5	-8,1	
Crédito Comercial e outros ^{4/}	2,0	16,5	15,7	2,9	15,6	
Derivativos	0,0	1,4	2,8	-0,2	0,8	
Ativos de reserva	2,5	10,5	2,9	0,6	6,9	
Erros e omissões	1,0	3,0	6,3	0,5	2,4	
Memo:						
Transações corr./PIB (%)			-0,8			
IDP / PIB (%)			4,7			
Taxa de rolagem (%)	104,4	86,3	92,9	85,9	61,4	

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

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

3/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

4/ Inclui empréstimos e títulos de curto prazo.

* Dados preliminares.

do PIB, resultado equivalente ao observado em maio de 2018. De acordo com boxe apresentado neste Relatório, estima-se que o *deficit* em conta corrente atingirá 1,0% do PIB em dezembro deste ano¹⁸.

O saldo da balança comercial diminuiu US\$1,4 bilhão nos cinco primeiros meses do ano quando comparado a igual período de 2018. As importações aumentaram 2,6%, para US\$73,1 bilhões, enquanto as exportações cresceram 0,5%, atingindo US\$93,7 bilhões.

O *deficit* na conta de serviços nos cinco primeiros meses do ano recuou 6,7% na comparação interanual. Destacam-se as reduções de US\$0,6 bilhão nas despesas líquidas nas contas de viagens e de US\$0,7 bilhão na de aluguel de equipamentos. As diminuições foram influenciadas pelo aumento da cotação média do câmbio de 14,5% de janeiro a maio de 2019 em relação ao mesmo período de 2018 e pelas operações com plataformas e seus equipamentos no âmbito do Repetro.

O *deficit* em renda primária atingiu US\$16,8 bilhões nos cinco primeiros meses do ano, diminuição de 4,4% em relação ao mesmo período de 2018. Esse comportamento refletiu menores saídas líquidas de lucros e dividendos, no contexto de interrupção do processo de recuperação da atividade econômica e nível mais desvalorizado da taxa de câmbio. Por outro lado, o menor *deficit* na conta de juros foi influenciado pela maior receita de remuneração das reservas internacionais.

Relativamente à conta financeira, o investimento direto no exterior, de janeiro a maio, aumentou de US\$2,7 bilhões em 2018 para US\$9,1 bilhões neste ano, influenciado pela menor desconstituição de ativos brasileiros no exterior. O ingresso líquido de investimento direto no país totalizou US\$35,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2019, ante US\$26,9 bilhões em igual período do ano passado.

Os investimentos estrangeiros em ações, fundos e títulos negociados no país registraram entradas líquidas de US\$10,1 bilhões de janeiro a maio de 2019, montante significativamente superior ao observado no mesmo período de 2018 (US\$1,9 bilhão).

O crédito externo de longo prazo, considerando operações de títulos e empréstimos diretos do setor privado no mercado internacional, proporcionou desembolsos de US\$12,8 bilhões nos cinco primeiros

18/ Para detalhamento da projeção do balanço de pagamentos, ver boxe "Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2019".

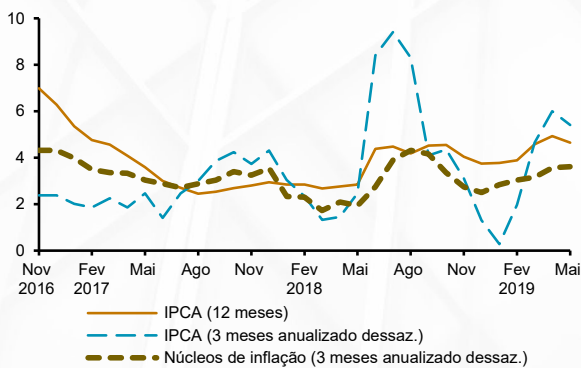
meses do ano, recuo de 15,3% em relação ao mesmo período do ano passado, resultando em taxa de rolagem de 61,4%, inferior ao valor observado em igual período de 2018 (86,3%). Essa evolução foi influenciada, principalmente, por significativo movimento de antecipação de amortizações.

O estoque estimado de dívida externa apresentou elevação em maio, atingindo US\$322,5 bilhões, ante US\$320,6 bilhões ao final de 2018. A relação entre o estoque de reservas internacionais e os vencimentos de dívida externa em doze meses atingiu 347,8% em maio (331,9% em dezembro de 2018). O estoque de reservas internacionais, por sua vez, alcançou 20,7% do PIB em maio, montante equivalente a vinte e cinco meses de importações de bens.

1.3 Inflação e expectativas de mercado

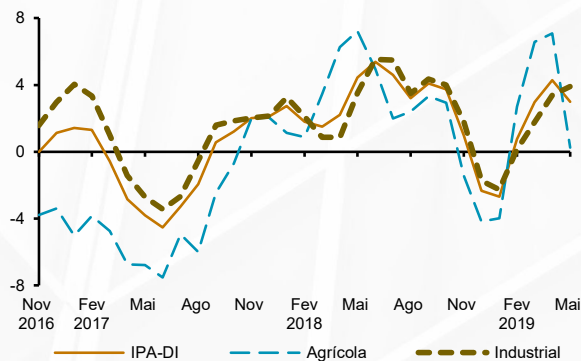
A inflação ao consumidor aumentou no trimestre encerrado em maio, relativamente ao trimestre anterior, situando-se acima do padrão sazonal compatível com a meta. A aceleração foi explicada, em grande medida, por aumentos nos preços de combustíveis, refletindo a elevação das cotações internacionais e a depreciação do câmbio. As medidas de inflação subjacente seguiram em níveis apropriados.

Gráfico 1.27 – Evolução do IPCA
Variação %



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.28 – Preços ao produtor – IPA-DI
Variação % em 3 meses



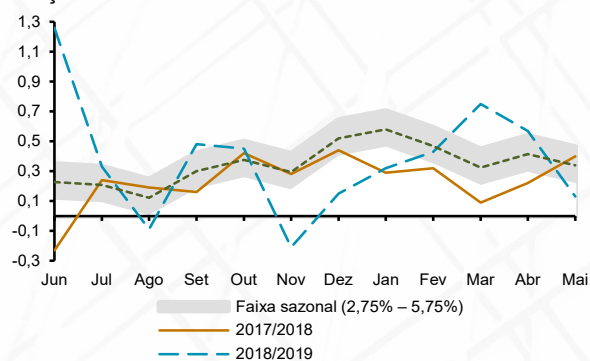
Fonte: FGV

Índices de preços

O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-DI) variou 3,00% nos três meses encerrados em maio, ante 0,76% no trimestre anterior, acumulando alta de 8,16% em doze meses (9,68% em fevereiro). O segmento industrial registrou variação de 3,91% no trimestre (0,13% no anterior), com destaque para a alta nos preços da gasolina (29,58%) e de carne e produtos da carne (6,38%). A variação dos preços agropecuários passou de 2,70% no trimestre encerrado em fevereiro para 0,26% em maio, destacando-se as desacelerações nos preços do feijão, milho e batata-inglesa, parcialmente compensadas pelo aumento nos preços de aves e do tomate. Como parte relevante da aceleração do IPA ocorreu em produtos cuja transmissão para os preços no varejo é relativamente rápida, como gasolina e

Gráfico 1.29 – IPCA – Padrão sazonal

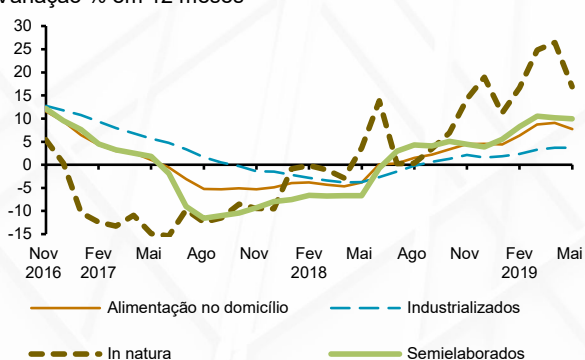
Varição % mensal



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.30 – IPCA – Alimentação no domicílio

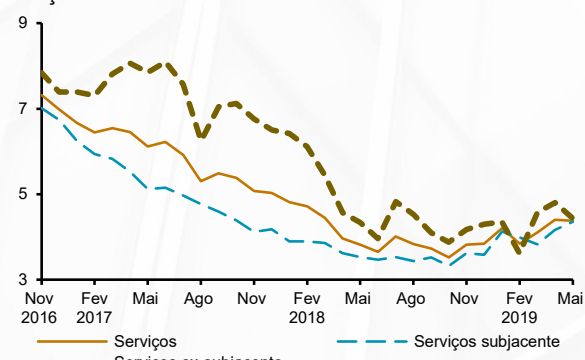
Varição % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.31 – IPCA – Serviços

Varição % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

alimentos *in natura*, não se vislumbram pressões adicionais relevantes dos preços ao produtor para os preços ao consumidor nos próximos meses.

A inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) avançou de 0,90% no trimestre encerrado em fevereiro para 1,46% em maio, acima da mediana histórica compatível com a meta (1,08%)¹⁹. A inflação acumulada em doze meses atingiu 4,66% em maio, ante 3,89% em fevereiro. Prospectivamente, ressalte-se que o descarte da taxa mensal de 1,26% registrada em junho de 2018, no contexto dos efeitos da paralisação do setor de transportes, resultará em importante recuo da inflação acumulada em 12 meses.

Os preços do segmento de alimentação no domicílio subiram 1,79% nos três meses encerrados em maio, ante alta de 2,73% no trimestre anterior, repercutindo a desaceleração nos preços de produtos semielaborados e *in natura*, em particular o recuo nos preços do feijão e de frutas. Em sentido oposto, observou-se aceleração dos preços de alimentos industrializados, em especial de leites e derivados. Note-se que, embora em desaceleração, os preços de alimentos *in natura* seguiram pressionados no trimestre encerrado em maio, repercutindo os efeitos de anomalias climáticas.²⁰ Em doze meses, a inflação de alimentos aumentou de 6,31% para 7,73%.

A elevada ociosidade dos fatores de produção, em contexto de expectativas de inflação ancoradas, seguiu contribuindo para manter a inflação de serviços em patamar baixo. Os preços no setor desaceleraram de 1,53% no trimestre encerrado em fevereiro para 0,54% no trimestre encerrado em maio, variação pouco superior ao padrão sazonal ajustado para a meta (0,49%). A desaceleração repercutiu, especialmente, o comportamento sazonal dos preços de passagem aérea e do grupo educação. A despeito da evolução benigna na margem, a inflação de serviços acumulada em doze meses avançou de 3,35% para 3,88% em decorrência do descarte de variações atipicamente baixas em igual período de 2018, observadas tanto no componente subjacente como no ex-subjacente.

Os preços dos bens industriais aceleraram de 0,33% para 0,94% no trimestre encerrado em maio. Destacase a evolução do preço do etanol, influenciado

19/ Padrão sazonal obtido a partir das médias aparadas mensais, com exclusão de 20% de cada cauda, para o período de 2012 a 2018, ajustadas para que o acumulado no ano se situe em 4,25%. A faixa sazonal do gráfico 1.29 foi igualmente calculada, considerando padrão sazonal do período, ajustado para que o acumulado no ano se situe no intervalo entre 2,75% e 5,75%.

20/ Ver boxe "Impactos do clima na inflação de alimentos", neste Relatório.

Gráfico 1.32 – IPCA – Bens industriais

Varição % em 12 meses

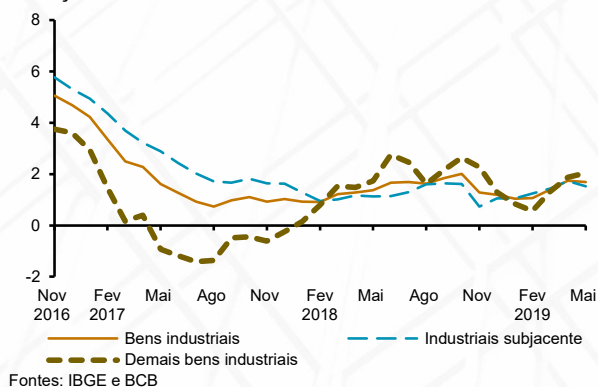


Gráfico 1.33 – IPCA – Administrados

Varição % em 12 meses

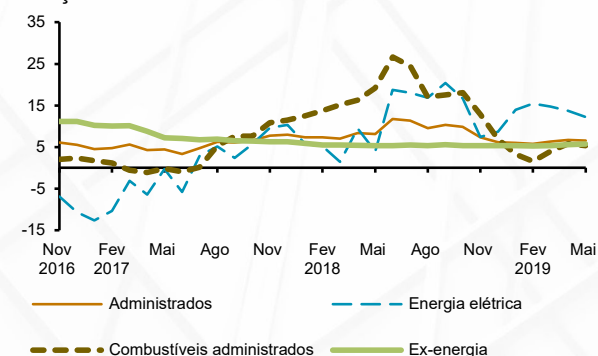


Gráfico 1.34 – Índice de difusão e núcleos de inflação

3 meses dessazonalizado

% de subitens com aumentos no mês

% – medidas de núcleo

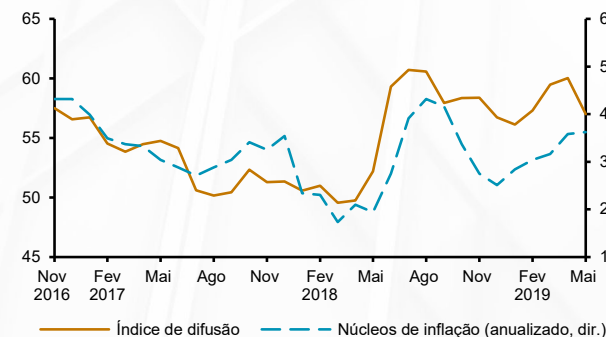
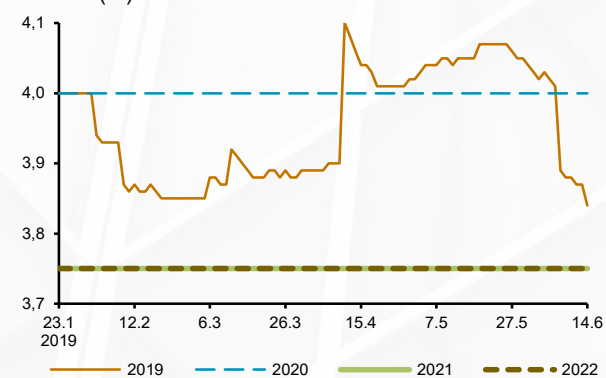


Gráfico 1.35 – Expectativas de mercado – IPCA

Mediana (%)



pela alta no preço da gasolina; e de produtos de higiene pessoal, cuja variação no trimestre parece ter compensado a variação atipicamente baixa observada no quarto trimestre do ano passado. Em doze meses, a inflação de produtos industriais avançou de 1,06% em fevereiro para 1,69% em maio, enquanto a inflação subjacente de industriais passou de 1,25% para 1,52%.

Os preços administrados avançaram 2,97% nos três meses encerrados em maio, após queda de 0,55% no trimestre anterior. A aceleração repercutiu a elevações nos preços da gasolina e do óleo diesel, motivadas pela alta nas cotações internacionais dos combustíveis e pela depreciação cambial. Destaca-se ainda o reajuste anual dos preços de medicamentos e o aumento nas tarifas de energia elétrica, este último decorrente da mudança de bandeira verde para amarela em maio. A variação acumulada em doze meses dos preços de administrados passou de 5,75% em fevereiro para 6,53% em maio, com aceleração dos componentes energético (6,60% para 7,86%) e não-energético (5,25% para 5,72%).

Índice de difusão e núcleos

O índice de difusão, que mensura a proporção dos componentes do IPCA com variação de preços positiva, registrou média de 57,88% no trimestre encerrado em maio, ante 60,66% no finalizado em fevereiro e 53,21% em igual período do ano anterior. Na série livre de efeitos sazonais, a média trimestral do índice de difusão recuou de 57,31% em fevereiro para 57,00% em maio, permanecendo abaixo da média histórica.²¹

Sob a métrica anualizada da média móvel trimestral dessazonalizada, a média dos sete núcleos divulgados pelo Banco Central²² avançou de 3,04% em fevereiro para 3,62% em maio. No acumulado em doze meses, a média dos núcleos também avançou, passando de 3,00% em fevereiro para 3,41% em maio.

21/ A média da série de janeiro de 2012 a dezembro de 2018 situa-se em 62,15%.

22/ Média dos núcleos Ex-0, Ex-1, Ex-2, Ex-3, MA, MS e DP.

Tabela 1.4 – Resumo das expectativas de mercado

	7.12.2018		15.3.2019		14.6.2019	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Em %						
IPCA	4,07	4,00	3,89	4,00	3,84	4,00
IGP-M	4,44	4,00	4,67	4,00	5,98	4,10
IPA-DI	4,20	4,50	5,18	4,00	7,25	4,45
Preços administrados	4,80	4,20	4,94	4,30	5,20	4,40
Selic (fim de período)	7,50	8,00	6,50	7,75	5,75	6,50
Selic (média do período)	6,78	8,00	6,50	7,50	6,31	6,50
PIB	2,53	2,50	2,01	2,80	0,93	2,20
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,80	3,80	3,70	3,75	3,80	3,80
Câmbio (média do período)	3,76	3,74	3,71	3,73	3,82	3,79

(continua)

Tabela 1.4 – Resumo das expectativas de mercado

(continuação)

	7.12.2018		15.3.2019		14.6.2019	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Em %						
IPCA	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
IGP-M	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
IPA-DI	4,50	4,38	3,75	3,75	4,00	3,88
Preços administrados	4,00	4,00	4,00	3,75	4,00	3,75
Selic (fim de período)	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,50
Selic (média do período)	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,50
PIB	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,86	3,94	3,80	3,85	3,85	3,90
Câmbio (média do período)	3,81	3,86	3,76	3,84	3,80	3,85

Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2019 passou de 3,89% em 15 de março para 3,84% em 14 de junho. As medianas das projeções para 2020, 2021 e 2022 ficaram estáveis em 4,00%, 3,75% e 3,75%, respectivamente. Para a inflação doze meses à frente, suavizada, a mediana das previsões passou de 3,99% para 3,57%.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2019 e 2020 atingiram, na ordem, 5,20% e 4,40% em 14 de junho (4,94% e 4,30% em 15 de março). A mediana das projeções manteve-se em 4,00% para 2021 e em 3,75% para 2022.

Revisão da projeção do PIB para 2019

Este boxe atualiza as projeções do Banco Central do Brasil para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2019, incorporando os resultados das Contas Nacionais para o primeiro trimestre de 2019 e o conjunto de indicadores disponíveis para o trimestre em curso.

A projeção central para o crescimento do PIB em 2019 é de 0,8%, ante previsão de 2,0% apresentada no Relatório de Inflação de março de 2019. A revisão está associada à redução do carregamento estatístico para o restante do ano, refletindo o desempenho da economia no primeiro trimestre de 2019 em magnitude inferior ao esperado; à moderação no ritmo de atividade, apontada por indicadores de maior frequência divulgados até a data de corte deste Relatório; e ao recuo dos indicadores de confiança de empresas e consumidores com impactos sobre as perspectivas de consumo e investimento.

No âmbito da oferta, a previsão para a variação anual do produto da agropecuária (1,1%) permaneceu praticamente estável desde o Relatório de Inflação anterior (1,0%), contrastando com reduções nas previsões de crescimento para os demais setores.

A projeção para o desempenho da indústria foi revista de 1,8% para 0,2%, refletindo recuos nas expectativas de crescimento para todos os segmentos do setor, exceto produção e distribuição de eletricidade, gás e água. A estimativa da variação do produto da indústria de transformação passou de 1,8% para -0,3%, revisão motivada pelo desempenho abaixo do esperado no primeiro trimestre de 2019 e pela evolução de indicadores referentes à atividade fabril no início do segundo trimestre. A previsão para a indústria extrativa recuou de 3,2% para 1,5% em razão das incertezas sobre os impactos do rompimento da barragem de mineração em Brumadinho. O prognóstico para a construção civil passou de crescimento de 0,6% para recuo de 1,0%, decorrente, sobretudo, de resultado no primeiro trimestre expressivamente abaixo das expectativas e de ausência de evidências que sugiram recuperação efetiva do setor ao longo do ano. Em sentido oposto, a previsão de crescimento para distribuição de eletricidade, gás e água passou de 2,3% para 2,8%, devido ao maior carregamento estatístico resultante de surpresa positiva no primeiro trimestre, além de expectativa de redução na participação de usinas térmicas neste ano, em razão de cenário favorável de chuvas.¹

Estima-se crescimento de 1,0% para o setor terciário em 2019, ante a projeção de 2,0% divulgada em março, com reduções nas estimativas para o desempenho da maioria das atividades. As projeções para o crescimento anual do comércio e de transporte, armazenagem e correio, setores correlacionados com a atividade industrial, foram revistas de 2,3% para 0,9% e de 2,4% para 0,5%, nessa ordem. A trajetória aquém da esperada no primeiro trimestre do ano motivou também as revisões nas expansões previstas para os segmentos de serviços de intermediação financeira e serviços correlacionados (de 2,0% para 0,6%), atividades imobiliárias e aluguel (de 2,9% para 1,6%), administração, saúde e educação públicas (de 1,0% para 0,4%), e outros serviços (de 2,0% para 1,3%).

No âmbito dos componentes domésticos da demanda agregada, a estimativa para o crescimento do consumo das famílias foi revista de 2,2%, na projeção de março, para 1,4%, compatível com a expectativa de recuperação mais gradual da massa salarial. A projeção para o crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) recuou de 4,3% para 2,9%, influenciada pelo resultado negativo do primeiro trimestre e pela piora dos indicadores de confiança de empresários. O consumo do governo deverá crescer 0,3%, ante projeção de

1/ Comparativamente com hidroelétricas e centrais eólicas ou solares, usinas térmicas produzem menor valor adicionado para um mesmo nível de geração elétrica, devido à maior utilização de insumos.

crescimento de 0,6% em março, consistente com expectativa de piora na arrecadação tributária em cenário de crescimento econômico menor do que o previsto no Relatório de Inflação anterior.

Estimam-se variações respectivas nas exportações e importações de bens e serviços em 1,5% e 3,8% em 2019², ante projeções de 3,9% e 5,6% divulgadas no Relatório de Inflação de março. O recuo na projeção para as exportações reflete reduções adicionais em prognósticos para o crescimento mundial, incertezas sobre a exportação de minério de ferro e aprofundamento da crise na Argentina, importante destino de bens industrializados. A diminuição na estimativa para as importações decorre de redução nas projeções de crescimento da indústria de transformação e da FBCF, com conseqüente decréscimo nas aquisições de insumos e de máquinas e equipamentos, bem como da redução na projeção para o consumo das famílias. Nesse cenário, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2019 são estimadas em 1,1 p.p. e -0,3 p.p., respectivamente.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado em 4 trimestres

Discriminação	Variação %	
	2018	2019
	IV Tri	IV Tri ^{1/}
Agropecuária	0,1	1,1
Indústria	0,6	0,2
Extrativa mineral	1,0	1,5
Transformação	1,3	-0,3
Construção civil	-2,5	-1,0
Produção e dist. de eletricidade, gás e água	2,3	2,8
Serviços	1,3	1,0
Comércio	2,3	0,9
Transporte, armazenagem e correio	2,2	0,5
Serviços de informação	0,3	2,0
Interm. financeira e serviços relacionados	0,4	0,6
Outros serviços	1,0	1,3
Atividades imobiliárias e aluguel	3,1	1,6
Administração, saúde e educação públicas	0,2	0,4
Valor adicionado a preços básicos	1,1	0,8
Impostos sobre produtos	1,4	0,9
PIB a preços de mercado	1,1	0,8
Consumo das famílias	1,9	1,4
Consumo do governo	0,0	0,3
Formação Bruta de Capital Fixo	4,1	2,9
Exportação	4,1	1,5
Importação	8,5	3,8

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

2/ Prognósticos para exportação, importação e FBCF estão sujeitos a níveis de incertezas mais elevados que o usual devido a indefinições quanto ao volume de exportação e importação de equipamentos para a indústria de petróleo e gás, no âmbito do Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro).

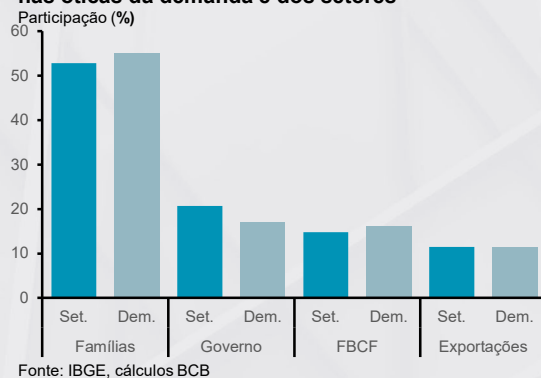
Importância dos componentes da demanda para as atividades mercantis

Este boxe analisa a importância dos componentes da demanda agregada para a composição do valor adicionado, considerado sob a ótica dos setores, especialmente aqueles mais sensíveis ao ciclo econômico. A importância de cada componente da demanda decorre não apenas da sua influência direta na atividade produtiva que fornece o bem final demandado, mas também dos impactos indiretos nos demais segmentos que integram a cadeia produtiva associada, por meio de suas relações de insumo-produto. Por exemplo, a demanda por edificações afeta não só a construção civil, mas também atividades que produzem bens e serviços utilizados como insumos na construção.

A importância total, direta e indireta, que cada componente da demanda tem sobre a produção pode ser mensurada pelos multiplicadores de Leontief¹. Os multiplicadores, L_t , permitem associar a cada componente da demanda final de produtos domésticos, f_{it} , toda a produção, y_{it} , intermediária e final, dedicada à satisfação daquela demanda, por meio da relação $y_{it} = L_t f_{it}$.² Como a relação é linear, o valor produzido total pode ser escrito como uma combinação dos componentes da demanda final, $y_t = \sum_i y_{it} = \sum_i L_t f_{it}$, permitindo calcular as participações desses no valor produzido (VP) ou no valor adicionado (VA).³

Para o cálculo dos multiplicadores, estimaram-se matrizes de insumo-produto³ para os anos entre 2000 e 2016, a partir da matriz de 2015 divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), com auxílio dos dados anuais das tabelas de recursos e usos.⁴ As matrizes de 2017 e 2018 foram estimadas a partir de dados do Sistema de Contas Trimestrais, informações de produção oriundas das pesquisas conjunturais do IBGE e dados do comércio exterior da Secretaria de Comércio Exterior (Secex).

Gráfico 1 – Participação dos componentes no VA total nas óticas da demanda e dos setores



1/ Maiores detalhes da metodologia podem ser encontrados em Miller e Blair (2009).

2/ Especificamente, $f_{it} = [f_{it,j}]$ é o vetor contendo, para o i -ésimo componente da demanda final, seu consumo no ano t , valorado a preços básicos, dos bens produzidos localmente por cada uma das atividades, indexadas por j . Da mesma forma, $y_{it} = [y_{it,j}]$ é o vetor contendo o valor produzido por cada uma das atividades. Dessa forma, o equilíbrio agregado por produtos domésticos considerado neste boxe pode ser escrito como $PIB_t = C_t^D + G_t^D + I_t^D + X_t^D = (C_t - C_t^*) + (G_t - G_t^*) + (I_t - I_t^*) + (X_t - X_t^*)$, onde C_t^D é o consumo das famílias por bens domésticos em t , diferença entre o total do consumo das famílias, C_t , e o importado, C_t^* , com decomposição análoga para os demais itens da demanda: consumo do governo, G_t^D ; investimentos, I_t^D ; e exportações, X_t^D . Observa-se que $C_t^* + G_t^* + I_t^* + X_t^* = M_t - CI_t^*$, onde M_t é o total importado em t e CI_t^* é o consumo intermediário de bens importados.

3/ O cálculo dos multiplicadores de Leontief de um determinado ano requer informações acerca do uso de produtos nacionais, valorados a preços básicos, no consumo intermediário de cada atividade. Porém, essas informações estão disponíveis apenas nos anos para os quais existe matriz de insumo-produto; para os demais, as informações do consumo intermediário, divulgadas nas tabelas de recursos e usos, são valoradas a preços do consumidor e não estão desagregadas em produtos nacionais e importados.

4/ Para isso, utilizam-se dados tanto a preços correntes quanto a valores do ano anterior e aplica-se o método RAS (Miller e Blair 2009, p. 313).

O Gráfico 1 apresenta as participações de cada componente da demanda final sob a ótica dos setores (calculada a partir das matrizes mencionadas) e da demanda final. Assim como ocorre na ótica da demanda final, consumo das famílias e do governo são os componentes com maior peso na ótica dos setores, com participações médias de 52,8% e 20,7%, respectivamente, no período entre 2000 e 2018.

Contudo, parcela considerável do consumo das famílias e do governo é composta por produtos não mercantis – aluguel imputado, administração pública, entre outros – que não possuem relação direta com o ciclo econômico. Assim, é interessante analisar a importância de cada componente da demanda final em uma medida que melhor represente o ciclo subjacente da economia. O Gráfico 2 apresenta a participação dos componentes da demanda nessa medida alternativa, chamada de “valor adicionado mercantil” (VA mercantil).⁵ Note-se que, como esperado, a importância do consumo do governo⁶ diminui substancialmente – para uma participação média de 6,7% – haja vista a sua maior demanda por produtos não mercantis. Em contrapartida, formação bruta de capital fixo (FBCF) e exportações apresentam os maiores ganhos de participação relativa no VA mercantil, comparativamente ao VA total, em virtude de seus maiores multiplicadores (Gráfico 3) e menor demanda por bens não mercantis.

Gráfico 2 – Participação dos componentes no VA mercantil nas óticas da demanda e dos setores

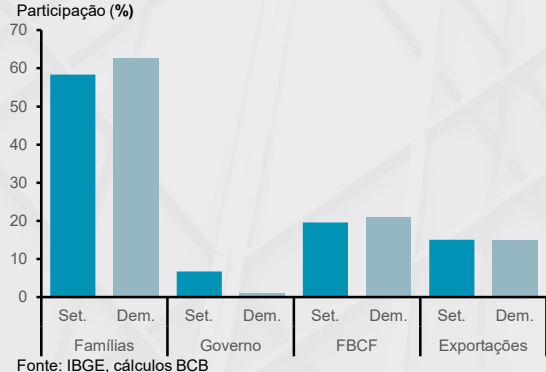
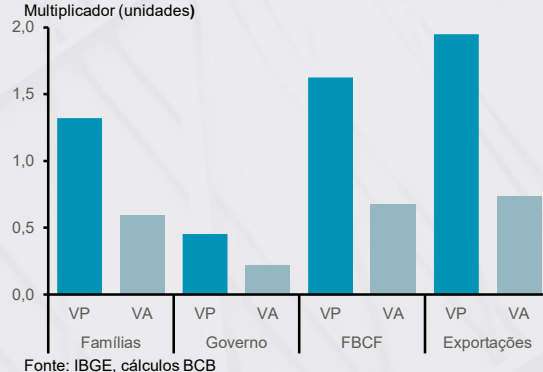


Gráfico 3 – Multiplicadores de Leontief sobre o VA e VP das atividades mercantis



O Gráfico 4 restringe a análise à indústria de transformação, tendo em vista que, no âmbito do VA mercantil, esse é o segmento de maior representatividade e o mais sensível aos ciclos econômicos. Nesse escopo, o consumo das famílias tem um peso significativamente menor para o valor adicionado do setor (50,2%) do que a sua importância na demanda final de produtos industriais (64,1%), decorrente do seu menor multiplicador (Gráfico 5). Em oposição, apresentam participação no valor adicionado significativamente acima da percebida na demanda final: a exportação (23,9% no VA contra 19,6% na demanda final) e a formação bruta de capital

Gráfico 4 – Participação dos componentes no VA da indústria de transformação nas óticas da demanda e dos setores

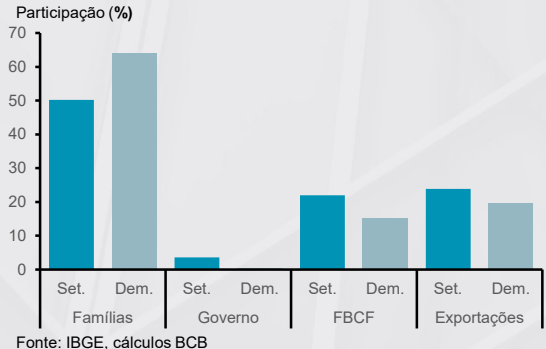
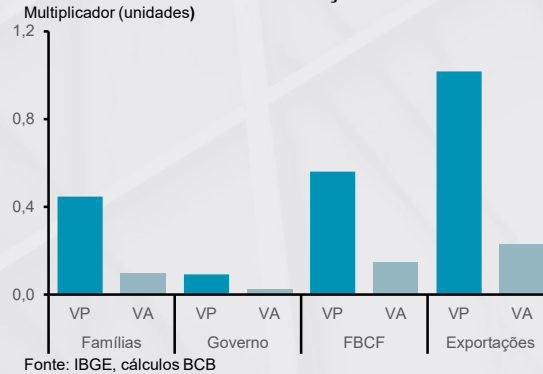


Gráfico 5 – Multiplicadores de Leontief sobre o VA e VP da indústria de transformação



5/ O “valor adicionado mercantil” exclui as atividades imobiliárias e aluguel e APU, em função da relevância da parcela não mercantil em cada uma dessas duas atividades. Ressalte-se, contudo, que há produção não mercantil em outras atividades, como é o caso de “agricultura para consumo próprio” e “organizações patronais, sindicais e outros serviços associativos”.

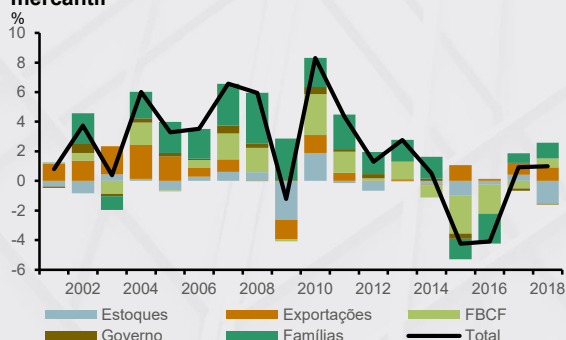
6/ É importante ressaltar que o consumo do governo difere de gastos do governo. A variável tratada aqui corresponde apenas ao consumo do governo conforme definido no Sistema de Contas Nacionais (SCN), referência 2010, não compreendendo, portanto, o gasto com investimento do governo e transferências para famílias e empresas.

fixo (21,9% contra 15,2%), refletindo a demanda desses componentes por produtos com cadeia de produção doméstica mais densa, ilustrada pelos elevados multiplicadores sobre o valor produzido do investimento (0,56) e, especialmente, das exportações (1,02).

Os Gráficos 6 e 7 apresentam a decomposição da variação a preços constantes do VA mercantil e da indústria de transformação, em termos de componentes da demanda. Com base nessas decomposições, é possível caracterizar algumas fases da dinâmica da economia brasileira nas duas últimas décadas.

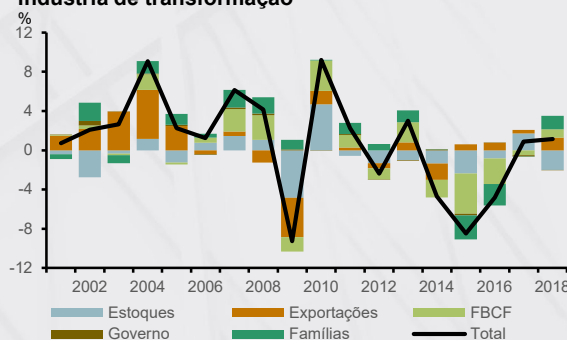
A primeira fase, de 2001 a 2005, é caracterizada pela importância das exportações para o crescimento da economia, com ganho de participação no VA mercantil e, principalmente, na indústria de transformação (Gráfico 8), que passou de 21,9% para 29,8%, atingindo 32,0% em 2004, em linha com o observado também na demanda final⁷. Nessa fase, as exportações foram responsáveis por 15,9 pontos percentuais (p.p.) do crescimento de 17,7% da transformação e 8,7 p.p. do crescimento de 14,9% do VA mercantil.

Gráfico 6 – Decomposição da variação anual do VA mercantil



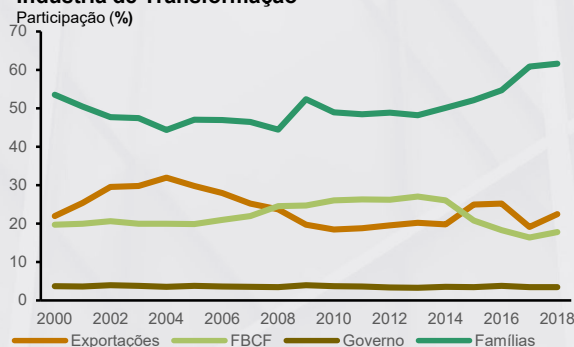
Fonte: IBGE, cálculos BCB

Gráfico 7 – Decomposição da variação anual do VA da indústria de transformação



Fonte: IBGE, cálculos BCB

Gráfico 8 – Participação dos componentes no VA da Indústria de Transformação



Fonte: IBGE, cálculos BCB

A segunda fase, de 2006 a 2013, é marcada pela perda de dinamismo das exportações como vetor do crescimento da transformação, substituída pelos investimentos. Nesse período, o componente ganhou participação importante tanto no VA mercantil como na transformação (3,9 e 7,2 p.p., respectivamente) e, juntamente com o consumo das famílias, foi o principal vetor de expansão da economia no período. No VA mercantil os dois componentes contribuíram com 9,8 p.p. e 19,8 p.p., respectivamente, do crescimento de 35,8% agregado; na transformação, contribuíram com 9,4 p.p. e 8,2 p.p. do crescimento de 14,0% do período.

A essa fase seguiu-se o período de declínio e de lenta recuperação da atividade econômica, de 2014 a 2018, marcado pela inversão dos vetores de crescimento, com contrações nos investimentos e no consumo das

7/ A evolução da participação das exportações como destino da produção da indústria de transformação já havia sido abordada no boxe "Penetração de importados e coeficiente de exportação da indústria de transformação", no Relatório de Inflação de Março de 2019.

famílias. Em 2018, já houve contribuições positivas, ainda que moderadas, da maioria dos componentes da demanda, parcialmente compensadas pela variação de estoques.

Desde a década passada, a economia passou por fases de crescimento impulsionadas pelas exportações e pelo investimento, enquanto o período de retração foi influenciado pela queda nos investimentos e ausência de impulsos dos outros vetores, em especial o consumo das famílias. Destaca-se a pequena relevância do consumo do governo para a dinâmica do VA mercantil e, em especial, da indústria de transformação, refletindo seus baixos multiplicadores sobre o valor adicionado das atividades mercantis. Contudo, importante destacar que esse componente não compreende os investimentos públicos, incluídos na FBCF, componente com maior multiplicador, juntamente com os privados. Diante das limitações de espaço fiscal para aumento do investimento público, essa análise reforça a importância das reformas e ajustes necessários na economia brasileira que gerem sustentabilidade da trajetória fiscal futura. Ao reduzirem incertezas fundamentais sobre a economia brasileira, essas reformas e ajustes tendem a estimular o investimento privado.

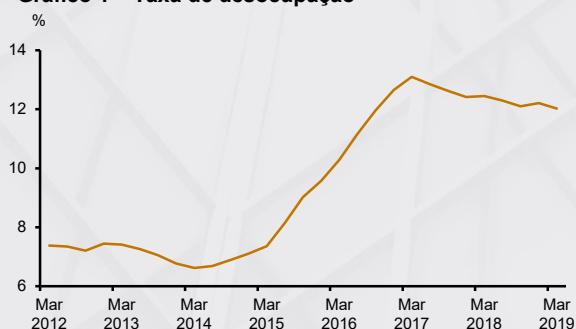
Referência:

Miller, R.E.; Blair, P.D., Input-output analysis: foundations and extensions. Cambridge: [s.n.], 2009

Duração da desocupação e inflação

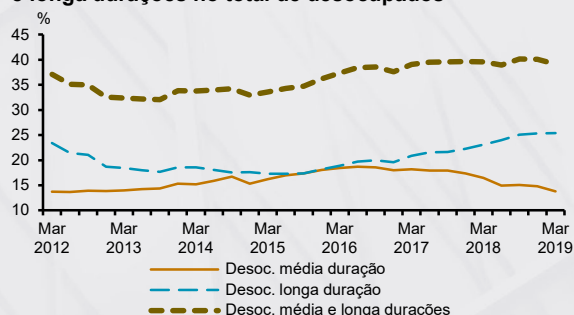
A taxa de desocupação aumentou significativamente do início de 2014 ao início de 2017, experimentando, posteriormente, recuo moderado até o primeiro trimestre de 2019 (Gráfico 1). A elevação da taxa de desocupação foi marcada por aumento da participação dos desocupados de média e longa durações¹ no total de desocupados, que passou de 33,8% no primeiro trimestre de 2014 para 39,0% no primeiro trimestre de 2017, permanecendo relativamente estável até os primeiros meses de 2019.² Ressalte-se, ainda, que a relativa estabilidade da participação dos desocupados de média e longa durações nos últimos dois anos oculta aumento recente da participação da desocupação de longa duração, que atingiu aproximadamente um quarto do total de desocupados no primeiro trimestre de 2019 (Gráfico 2).

Gráfico 1 – Taxa de desocupação^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Séries dessazonalizadas pelo BCB.

Gráfico 2 – Participação dos desocupados de média e longa durações no total de desocupados^{1/}



Fontes: IBGE e BCB
1/ Séries dessazonalizadas pelo BCB.

O longo tempo fora da ocupação tende a dificultar a recolocação no mercado e, conseqüentemente, a reduzir o poder do trabalhador para negociar os rendimentos de entrada no mercado.³ Comparativamente aos desocupados de curta duração, os desocupados há mais tempo podem ter vínculo mais tênue à força de trabalho e, assim, maior propensão a aceitar rendimentos mais baixos ao ingressar na população ocupada.

Este boxe analisa algumas implicações do fenômeno da desocupação de longa duração. Para isso, utiliza a técnica de pareamento⁴ com os microdados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) para avaliar a evolução da taxa de transição de desocupados (desagregando pela duração) para ocupados e o comportamento dos rendimentos de entrada desses indivíduos. Adicionalmente, investiga se essa composição da desocupação exerce influência sobre a dinâmica da inflação.

1/ Neste boxe, os desocupados foram separados em três categorias. Desocupados de curta duração são os desocupados há menos que 1 ano; desocupados de média duração, de 1 a 2 anos; e desocupados de longa duração, há mais de 2 anos. Para mais detalhes, ver a nota 5 adiante.

2/ Dados ajustados sazonalmente pelo Banco Central.

3/ Ver, por exemplo, Farber (1999).

4/ Para mais detalhes sobre a técnica de pareamento, ver boxe "Mobilidade ocupacional no mercado de trabalho no período recente", publicado no Relatório de Inflação de setembro de 2016.

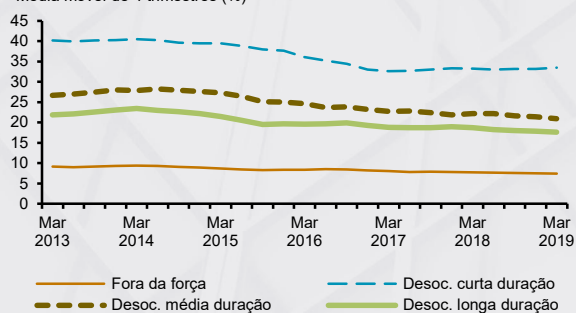
Duração da desocupação, taxas de transição para ocupação e rendimento de entrada

Os respondentes desocupados são classificados em três grupos (desocupados de curta, média e longa duração) de acordo com o tempo reportado de procura por trabalho.⁵ Após o pareamento dos indivíduos em dois trimestres consecutivos, a taxa de transição para a ocupação de cada grupo é calculada como o percentual da população de cada grupo que migrou para a ocupação de um trimestre para o outro.

A análise mostra que a taxa de transição para a ocupação diminui conforme aumenta a duração do desemprego (Gráfico 3). Considerando-se valores médios observados entre o primeiro trimestre de 2012 e o primeiro trimestre de 2019, a taxa de transição passa de 36,7% entre os desocupados de curta duração para 20,4% entre os de longa duração. E, no caso de sucesso na obtenção de uma ocupação, o rendimento é menor para os desocupados de longa duração (Gráfico 4). Em média, os rendimentos de entrada dos desocupados de média e longa durações foram, respectivamente, 7,4% e 13,6% mais baixos que os dos desocupados de curta duração.

Gráfico 3 – Taxas de transição para a ocupação

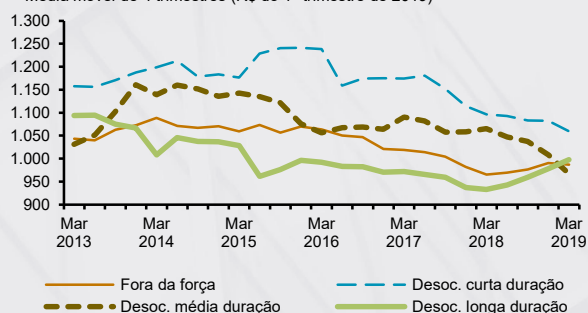
Por tempo de desocupação
Média móvel de 4 trimestres (%)



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 4 – Rendimento real ao entrar na ocupação

Por tempo de desocupação
Média móvel de 4 trimestres (R\$ do 1º trimestre de 2019)

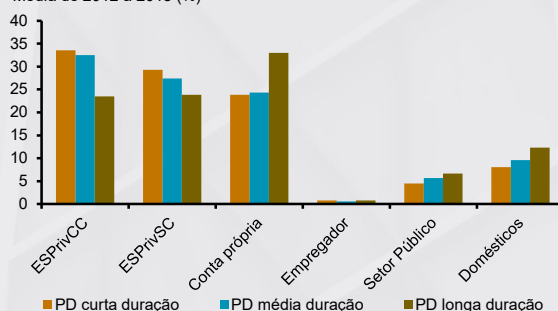


Fontes: IBGE e BCB

Além das diferenças nas probabilidades de transição para a ocupação e nos rendimentos de entrada entre as três categorias de desocupados, há também algumas particularidades quanto ao destino desses grupos no retorno à ocupação.

Gráfico 5 – Distribuição ao entrar na ocupação

Por categoria de ocupação
Média de 2012 a 2018 (%)



Fontes: IBGE e BCB

Considerada a distribuição por categoria de ocupação, observa-se que a proporção de indivíduos que passa à situação de empregados com ou sem carteira é maior entre aqueles oriundos do grupo de desempregados

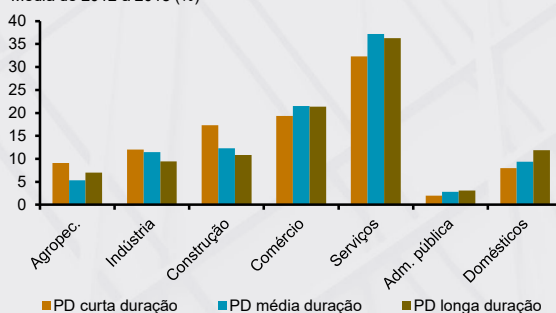
5/ A pergunta 76 (V4076) do questionário da PNAD Contínua, que solicita ao indivíduo informar há quanto tempo, com base no último dia da semana de referência, ele estava sem trabalho e tentando conseguir trabalho, permite classificar a duração da desocupação em quatro grupos: i) menos de um mês; ii) de um mês a menos de um ano; iii) de um ano a menos de dois anos; e iv) dois anos ou mais. Neste boxe, as opções i e ii foram agrupadas para formar o grupo de curta duração.

de curta e média durações comparativamente àqueles que pertenciam ao contingente de desocupados de longa duração. Como contrapartida, pessoas que antes eram desocupados de longa duração ingressam proporcionalmente mais nas categorias de trabalhador por conta própria ou doméstico ao entrarem na população ocupada (Gráfico 5).

A comparação das distribuições por atividade mostra que, em linhas gerais, à medida que aumenta a duração em que um indivíduo ficou desocupado, maior a chance de seu retorno à atividade ocorrer nos segmentos de comércio, serviços, administração pública ou serviços domésticos, e menor na indústria ou na construção civil (Gráfico 6).⁶

Gráfico 6 – Distribuição ao entrar na ocupação

Por setor de ocupação
Média de 2012 a 2018 (%)



Fontes: IBGE e BCB

Comparando-se as características dos desocupados por tempo de desocupação, percebem-se algumas diferenças entre as categorias que podem estar relacionadas aos diferenciais na probabilidade de encontrar trabalho bem como ao nível de rendimento de entrada (Tabela 1). A proporção de homens recua à medida que o tempo de desocupação aumenta. Além disso, como a proporção de responsáveis pelo domicílio é maior entre os desocupados de curta duração, possivelmente este grupo tem incentivos para procurar ocupação de forma mais intensa, o que ajudaria a explicar maiores probabilidades de conseguir uma ocupação. Considerando-se a distribuição por nível educacional, verifica-se que a proporção de indivíduos com pelo menos o ensino médio concluído é um pouco maior entre os desocupados de média e longa durações. A menor escolaridade dos desocupados de curto prazo pode estar associada a uma maior rotatividade no trabalho e, conseqüentemente, a menores períodos contínuos na desocupação. Em relação à distribuição por idade, bem como por cor ou raça, não foram identificadas diferenças significativas entre os três grupos de desocupados. Tampouco perceberam-se variações relevantes nos métodos de procura por ocupação.⁷

Tabela 1 – Características dos desocupados

Média de todo o período da pesquisa

	Total	Curta duração	Média duração	Longa duração
Taxa de transição para ocupação (%)	32,9	36,5	24,6	20,2
Rendimento médio real de entrada (R\$)	1127,5	1157,3	1070,3	1003,7
Idade média (anos)	30,3	29,9	29,3	32,1
Proporções (%):				
Homens	47,9	52,6	44,0	35,9
Branco	37,0	37,0	38,0	36,3
Responsáveis pela residência	25,3	27,5	20,5	21,8
Pelo menos nível médio concluído	51,5	48,7	56,3	56,7

Fontes: IBGE e BCB

6/ É possível, ainda, que o tempo para realocação no mercado de trabalho esteja associado à última atividade do indivíduo, quando na situação de ocupado. A verificação ou refutação dessa hipótese requer análises adicionais.

7/ O método mais utilizado para conseguir trabalho é o contato, pessoal ou via currículo, com empregador, seguido pela consulta a parente ou amigo. Esse padrão é semelhante nos três segmentos de pessoas desocupadas.

Características não capturadas pela PNAD Contínua, como qualidade da educação recebida, experiência profissional passada, economias acumuladas, entre outras, podem contribuir para explicar as diferenças na probabilidade de encontrar trabalho e no rendimento de entrada. Além disso, o próprio período de desocupação possivelmente gera alguma obsolescência na capacidade de trabalho do indivíduo, além de contribuir para possível desalento em relação à busca por ocupação. Adicionalmente, a duração da desocupação pode ainda sugerir, ao potencial empregador, que o trabalhador não teria as atribuições requeridas para a vaga de trabalho.

Desocupação de curta e longa durações e a dinâmica da inflação

Para investigar se a composição da desocupação tem efeito sobre a dinâmica da inflação, estimou-se um modelo de espaço de estados considerando uma curva de Phillips modificada que incorpora as taxas de curta e longa durações.^{8,9} No modelo, a taxa de desocupação relevante para a dinâmica da inflação é representada pela média ponderada das duas categorias, sendo os pesos obtidos durante a estimação. Se o peso da taxa de desocupação de curta duração (coeficiente α do modelo descrito na nota 9) for igual ao peso da desocupação de longa duração, a curva de Phillips estimada torna-se equivalente a uma curva estimada com a desocupação agregada, o que indicaria não haver ganho analítico na segregação da taxa de desocupação por horizonte de tempo. Porém, caso a estimação atribua maior peso para uma das taxas, haveria evidência de que a taxa de desocupação com o maior peso é mais estreitamente relacionada com a dinâmica da inflação.

O modelo foi estimado usando-se diferentes medidas de inflação¹⁰ e, em função da curta extensão das séries da PNAD Contínua, as séries de desocupação dessa pesquisa foram encadeadas com as da Pesquisa Mensal do Emprego – PME-IBGE¹¹. Para todas as medidas de inflação utilizadas, a estimação atribuiu peso próximo à unidade para o coeficiente da taxa de desocupação de curta duração. Esse resultado indica que a desocupação de curta duração explica melhor a dinâmica da inflação do que a desocupação de longa duração. O resultado é também consistente com as evidências obtidas anteriormente, de que desocupados de curta duração estão mais fortemente ligados à força de trabalho.¹² Por último, os resultados também

8/ Para esta análise econométrica, os desocupados de média e longa durações, definidos anteriormente, foram agrupados como desocupados de longa duração. Dessa forma, a taxa de desocupação agregada é igual à soma das taxas de curto e longo prazos ($U = U_c + U_l$).

9/ Essa abordagem é semelhante à adotada por Llaudes (2005). Definindo-se uma taxa de desocupação modificada como $U_m = \alpha U_c + (1-\alpha) U_l$, propõe-se o seguinte modelo:

$$\Pi_t = \beta \Pi_{t-1} + \gamma[\alpha \text{Cycle}_{c,t} + (1-\alpha) \text{Cycle}_{l,t}] + \varepsilon_{\Pi,t}, \text{ onde } \Pi \text{ é a inflação subtraída da inflação média.}$$

$$U_{c,t} = \text{Trend}_{c,t} + \text{Cycle}_{c,t}$$

$$U_{l,t} = \text{Trend}_{l,t} + \text{Cycle}_{l,t}$$

$$\text{Trend}_{c,t} = \text{Trend}_{c,t-1} + \text{Stoch}_{c,t-1}$$

$$\text{Stoch}_{c,t} = \text{Stoch}_{c,t-1} + \varepsilon_{\text{trend}_{c,t}}$$

$$\text{Cycle}_{c,t} = \rho_{c,1} \text{Cycle}_{c,t-1} + \rho_{c,2} \text{Cycle}_{c,t-2} + \varepsilon_{\text{cycle}_{c,t}}$$

$$\text{Trend}_{l,t} = \text{Trend}_{l,t-1} + \text{Stoch}_{l,t-1}$$

$$\text{Stoch}_{l,t} = \text{Stoch}_{l,t-1} + \varepsilon_{\text{trend}_{l,t}}$$

$$\text{Cycle}_{l,t} = \rho_{l,1} \text{Cycle}_{l,t-1} + \rho_{l,2} \text{Cycle}_{l,t-2} + \varepsilon_{\text{cycle}_{l,t}}$$

$$\varepsilon_{\Pi,t}, \varepsilon_{\text{trend}_{c,t}}, \varepsilon_{\text{cycle}_{c,t}}, \varepsilon_{\text{trend}_{l,t}} \text{ e } \varepsilon_{\text{cycle}_{l,t}} \text{ são choques com distribuição normal, com } \text{var}(\varepsilon_{\text{cycle}_{c,t}})/\text{var}(\varepsilon_{\text{trend}_{c,t}}) = \text{var}(\varepsilon_{\text{cycle}_{l,t}})/\text{var}(\varepsilon_{\text{trend}_{l,t}}).$$

10/ Preços livres do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e os núcleos EX2 e EX3 do IPCA. Para mais detalhes sobre esses núcleos de inflação ver boxe “Novas medidas de núcleo de inflação”, publicado no Relatório de Inflação de junho de 2018.

11/ As taxas de desocupação da PNAD Contínua de curto e longo prazos foram retroagidas entre o quarto trimestre de 2011 e o segundo trimestre de 2002 usando-se as séries de desocupação dessazonalizadas da PME de acordo com a seguinte expressão: $U_t = U_{t+1} + (U_{PME,t} - U_{PME,t+1})$. Apesar do encadeamento, as séries resultantes ainda são bastante curtas para este tipo de estimação. Além disso, há diferenças metodológicas e de abrangência entre as duas séries.

12/ Exercícios adicionais corroboram a maior sensibilidade ao ciclo econômico do rendimento médio no retorno à ocupação do grupo de desocupação de curta duração.

estão em conformidade com conclusões oriundas de outros países¹³. Entretanto, dadas as limitações dos dados disponíveis, esse tema poderá ser mais bem avaliado futuramente após acúmulo de séries mais longas sobre o mercado de trabalho brasileiro sem quebras metodológicas.

Referências

Ball, L., e Mazumder, S., 2019. "A Phillips curve with anchored expectations and short-term unemployment", *Journal of Money Credit and Banking*, 51(1), pp.111-137.

Farber, Henry. 1999. "Mobility and Stability: The Dynamics of Job Change in Labor Markets." In *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, ed. Ashenfelter, O. e Card, D., capítulo 37, 2439-2483, Elsevier Science

Hristov, A., Raciborski, R. e Vandermeulen, V., 2017. Assessment of the plausibility of the output gap estimates. *European Commission Economic Brief* 023.

Krueger, A., Cramer, J. e Cho, D., 2014. "Are the long-term unemployed on the margins of the labor market?", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 229-280

Llaudes, R., 2005. "The Phillips curve and long-term unemployment", *Working Paper Series* 441, European Central Bank.

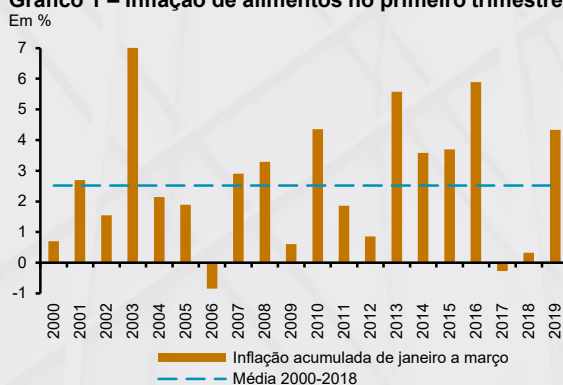
Watson, M., 2014. "Inflation Persistence, the NAIRU, and the Great Recession." *American Economic Review*, 104 (5): 31-36.

13/ As estimativas de Llaudes (2005) sugerem que o peso da taxa de desocupação de curta duração (α) é maior que 0,5 para todos os países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Para os Estados Unidos, Krueger, Kramer e Cho (2014) encontram que trabalhadores desocupados por mais tempo estão menos conectados ao mercado de trabalho; Ball e Mazumder (2019) destacam a relevância da taxa de desocupação de curta-duração para explicar o comportamento do núcleo de inflação; e Watson (2014) mostra que as estimativas de NAIRU (taxa de desocupação que não acelera a inflação) são mais estáveis se calculadas com a desocupação de curta duração. Ademais, a Comissão Europeia (Hristov et al, 2017), ao avaliar a plausibilidade de suas estimativas de hiato do produto, compara esta variável ao desemprego de curto prazo, entre outras, por considerar que há um consenso de que ela é fortemente correlacionada com o ciclo econômico.

Impactos do clima na inflação de alimentos

Nos três primeiros meses de 2019, a inflação de alimentos acumulou alta de 4,34%, acima da variação média para o período considerando as duas últimas décadas (Gráfico 1). A inflação acima do padrão sazonal repercutiu principalmente as variações observadas nos meses de fevereiro e março para os preços de alimentos *in natura*, além do preço de feijão. Este boxe investiga quanto da variação atípica dos preços de alimentos neste início de 2019 pode ser atribuída a choques climáticos.

Gráfico 1 – Inflação de alimentos no primeiro trimestre



Fontes: IBGE e BCB

O *El Niño*, fenômeno caracterizado pelo aquecimento na superfície oceânica do Pacífico Equatorial, está em vigor desde o final de 2018 de acordo com dados do *National Oceanic and Atmospheric Administration* (NOAA)¹, podendo causar anomalias de precipitação e temperatura, afetando assim o plantio, a colheita e os preços de diversas culturas.

Para o Brasil, ocorrências moderadas e fortes de *El Niño* são tipicamente associadas a temperaturas mais altas, excesso de chuvas no Sul e Sudeste e estiagem no Norte e Nordeste. No entanto, dados de precipitação, também do NOAA, evidenciaram chuvas acima da média na região Nordeste em março; abaixo da média no Sudeste em janeiro e março; e alternância entre excesso e escassez de precipitação na região Sul em janeiro e fevereiro. No primeiro trimestre deste ano, portanto, as anomalias de precipitação não seguiram o padrão de outras ocorrências de *El Niño*.

Para mensurar como o *El Niño* e as chuvas vêm afetando os preços de alimentação, especificou-se o seguinte modelo de vetores autoregressivos (VAR):

$$\mathbf{y}_t = \sum_{i=1}^2 A_i \mathbf{y}_{t-i} + \mathbf{z}_t + \boldsymbol{\varepsilon}_t,$$

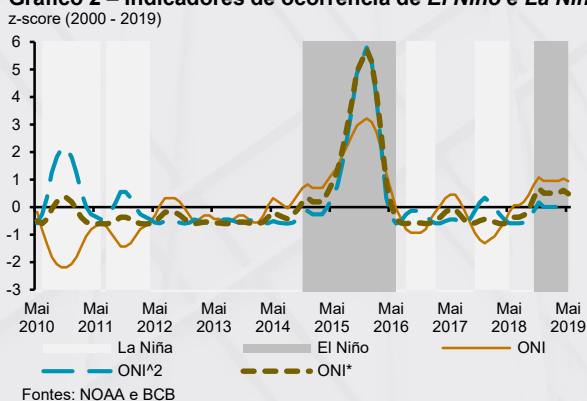
onde $\mathbf{y}_t = (\pi_t^{AD}, h_t, \pi_t^*, ONI_t^*, c_t)$, π_t^{AD} denota a inflação de alimentação no domicílio, h_t o hiato do produto, calculado com base em função de produção, π_t^* a inflação externa, mensurada pelo Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) agropecuário em reais, $ONI_t^* = (ONI_t + 0,5)^2$ (descrito a seguir), c_t um índice de precipitação (também descrito a seguir) e \mathbf{z}_t inclui uma constante e *dummies* sazonais. A amostra utilizada

1/ A NOAA, agência meteorológica do governo dos Estados Unidos, é a referência para previsão dos fenômenos climáticos *El Niño* e *La Niña*.

na estimação abrange desde o terceiro trimestre de 2001 ao primeiro trimestre de 2019. Empregou-se a decomposição de Cholesky como estratégia de identificação.²

O *Oceanic Niño Index* (ONI) é um índice normalizado de oscilação nas temperaturas superficiais do Oceano Pacífico Equatorial, utilizado para indicar a ocorrência de *El Niño* (quando o indicador se encontra acima de 0,5 na média dos três últimos meses) e *La Niña* (quando a média móvel trimestral é inferior a -0,5). Para capturar a influência positiva dessas anomalias climáticas nos preços de alimentos, o ONI é usualmente utilizado ao quadrado em modelos de inflação de alimentos. Neste boxe, no entanto, optou-se por empregar uma versão modificada do ONI ao quadrado, o $ONI_t^* = (ONI_t + 0,5)^2$, para permitir que episódios de *El Niño* exerçam pressão inflacionária maior que episódios de *La Niña*.^{3,4} O Gráfico 2 compara o ONI, o ONI ao quadrado e o ONI*. Conforme projeções do NOAA, o *El Niño* atual pode durar até o final de 2019, embora apresente intensidade fraca.

Gráfico 2 – Indicadores de ocorrência de *El Niño* e *La Niña*



O índice de precipitação c_t , também utilizado para mensurar o impacto do clima na inflação de alimentos, foi construído com base em dados de chuva de 196 estações meteorológicas.⁵ Para definir o peso das estações

Gráfico 3 – Índice de precipitação e inflação de alimentação no domicílio



2/ Optou-se por utilizar o seguinte ordenamento: ONI_t^* , c_t , π_t^* , h_t , e, finalmente, π_t^{AD} .

3/ Esta assimetria foi verificada por meio da estimação de uma equação para explicar a variação trimestral de alimentação no domicílio, contendo como variáveis explicativas 4 *dummies* (1 para ONI neutro positivo e zero caso contrário; 1 para ONI neutro negativo ou zero, caso contrário; 1 para ONI em ocorrências de *La Niña* e zero, caso contrário; e 1 para ONI em ocorrências de *El Niño* e zero, caso contrário) multiplicadas pelo ONI ou pelo ONI ao quadrado. Enquanto as *dummies* associadas a neutralidade foram multiplicadas pelo ONI, as vinculadas às ocorrências de *La Niña* ou *El Niño* foram multiplicadas pelo quadrado do ONI. Os sinais dos coeficientes revelam, conforme esperado, que apenas em períodos de ONI neutro e negativo há efeitos baixistas do clima para a inflação.

4/ O valor -0,5 marca, de acordo com o NOAA, a mudança de neutralidade climática para *La Niña* e por isto foi escolhido. A constante, no entanto, poderia ter sido estimada. Nesse caso, o valor encontrado, com base em metodologias diversas, também se aproxima de -0,5.

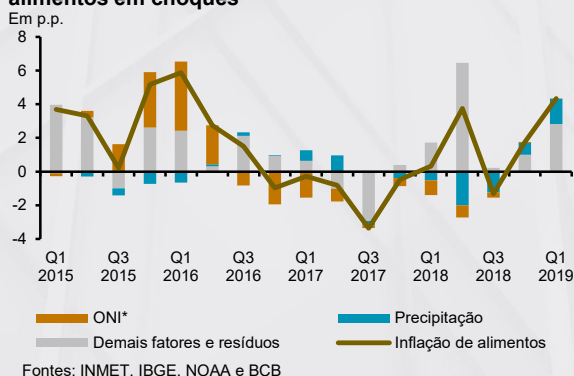
5/ Das 256 estações disponíveis no Instituto Nacional de Meteorologia (INMET), apenas 196 apresentavam dados no início e fim do período de estimação.

no índice, estimou-se um modelo com o método Lasso⁶, regredindo a inflação de alimentação no domicílio nos índices pluviométricos dessas estações, já dessazonalizados, do primeiro trimestre de 2003 ao último de 2016.⁷ O modelo selecionou apenas 20 estações com relevância para a inflação de alimentos. O índice pluviométrico resultante tem mais da metade do peso total concentrado nas regiões Sul e Sudeste. O Gráfico 3 exibe a evolução do índice de precipitação até o primeiro trimestre de 2019 e da inflação de alimentos.

O Gráfico 4 sintetiza as contribuições dos dois componentes climáticos para a inflação de alimentação, à luz do modelo VAR. Do terceiro trimestre de 2015 ao segundo trimestre de 2016, quando o *El Niño* foi classificado como forte pelo NOAA, a contribuição do fenômeno para a inflação de alimentos atingiu cerca de 11,34 p.p. Do terceiro trimestre de 2016 até o terceiro trimestre de 2018, período de relativa neutralidade do ONI e de chuvas moderadas, o clima contribuiu para reduzir a inflação de alimentos.

No primeiro trimestre de 2019, choques de clima passaram novamente a contribuir para elevação da inflação de alimentos. Dessa vez, no entanto, o impacto do *El Niño* nos preços foi muito inferior ao estimado em 2016, refletindo a ocorrência de um fenômeno fraco a moderado. Os resultados da análise sugerem que a inflação acima da média histórica no primeiro trimestre de 2019 sofreu influência significativa de chuvas atípicas para o período em estações climáticas classificadas como relevantes para a inflação de alimentos. Da alta de 4,34% nos preços da alimentação no domicílio no primeiro trimestre, cerca de 1,50 p.p. pode ser atribuída à precipitação atípica.

Gráfico 4 – Decomposição da inflação trimestral de alimentos em choques



Este boxe trouxe evidências de que o fator clima contribuiu para o desvio da inflação de alimentos em relação ao padrão histórico ao longo dos últimos anos. Em 2019, especificamente, o impacto do *El Niño* para a inflação tem se mostrado positivo, porém bastante inferior ao exercido pelas anomalias de precipitação, diferentemente do observado do segundo trimestre de 2015 a meados de 2016.

6/ Lasso: Least Absolute Shrinkage and Selector Operator. Este é um modelo que penaliza a soma do valor absoluto dos coeficientes das variáveis explicativas, e tem por característica a capacidade de, sob certas condições, selecionar, de um conjunto potencialmente grande de variáveis, apenas aquelas que sejam relevantes.

7/ O período mais recente – foco desta análise – foi propositalmente deixado de lado na estimação dos pesos do índice de precipitação.

Revisão da projeção de crédito para 2019¹

Este boxe apresenta a revisão da projeção do estoque de crédito para 2019, segregada nos segmentos de pessoas jurídicas e físicas, e de recursos livres e direcionados (Tabela 1). As novas estimativas consideram as estatísticas de crédito divulgadas desde o Relatório de Inflação de março e a evolução da economia doméstica. Em comparação à projeção apresentada no Relatório anterior², houve revisão na projeção do crescimento do crédito para pessoas jurídicas, de 4,1% para 2,5%, enquanto a projeção para o saldo das pessoas físicas foi mantida em 9,7%. A projeção do saldo total de crédito foi revisada para 6,5% (ante 7,2% em março).

A redução do crescimento do crédito para pessoas jurídicas foi motivada pela evolução modesta do crédito nesse segmento no segundo trimestre do ano. Nesse contexto, houve revisão tanto na projeção com recursos livres (de 12,0% para 10,0%) quanto com recursos direcionados (de -6,0% para -7,0%). O desempenho do mercado de crédito a pessoas jurídicas reflete menor dinamismo da atividade econômica, conforme destacado no capítulo 1 e no Boxe “Revisão do PIB para 2019”, presentes neste Relatório.

A perspectiva de crescimento do crédito para pessoas físicas foi mantida em 9,7%, resultado de estimativas de expansão de 13,0% e 6,0% nos segmentos de recursos livres e direcionados, respectivamente. Essas projeções estão em linha com a manutenção de níveis confortáveis de inadimplência e de comprometimento de renda das famílias com serviços financeiros e consideram continuidade do crescimento das principais modalidades de crédito livre (veículos, crédito pessoal e cartão de crédito) em patamares próximo aos atuais.

Em síntese, as projeções apresentadas neste boxe contemplam crescimento do crédito em 2019 sustentado pelas operações com recursos livres, enquanto as operações com recursos direcionados devem continuar impactadas pelo fraco desempenho entre as pessoas jurídicas. Para 2019, as variações projetadas para esses dois segmentos são de 11,6% e 0,4%, respectivamente (ante 12,5% e 0,8% no Relatório de março). Esse cenário é compatível com a continuidade do processo de queda na participação dos bancos públicos no total do saldo das operações de crédito.

Tabela 1 – Saldo de crédito

	Ocorrido			Var % em 12 meses
	2017	2018	Mai 2019 ^{*/}	Projeção 2019
Total	-0,5	5,0	5,6	6,5
Livres	1,8	10,7	11,9	11,6
PF	5,2	10,9	14,0	13,0
PJ	-1,9	10,4	9,3	10,0
Direcionados	-2,7	-0,9	-1,2	0,4
PF	6,1	5,4	5,6	6,0
PJ	-11,1	-8,1	-9,2	-7,0
Total PF	5,7	8,2	9,9	9,7
Total PJ	-6,6	1,3	0,4	2,5

^{*/} dados preliminares

1/ As projeções apresentadas neste boxe são subsidiadas por diferentes modelos econométricos, baseados em amplo conjunto de variáveis macroeconômicas.

2/ Para mais detalhes, ver o boxe “Projeção de crédito para 2019”, do Relatório de Inflação de março de 2019.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2019

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Período	US\$ bilhões					
	2018			2019		
	Mai	Jan- mai	Ano	Mai*	Jan- mai*	Ano ^{1/}
Transações correntes	0,9	-8,2	-14,5	0,7	-7,6	-19,3
Balança comercial	5,6	22,0	53,6	5,7	20,6	46,0
Exportações	19,2	93,2	239,0	21,2	93,7	243,0
Importações	13,6	71,3	185,4	15,5	73,1	197,0
Serviços	-2,7	-13,6	-34,0	-3,0	-12,7	-31,4
dos quais: viagens	-1,2	-5,2	-12,3	-1,1	-4,6	-12,0
dos quais: transportes	-0,4	-2,6	-6,2	-0,5	-2,3	-6,5
dos quais: aluguel de equip.	-1,2	-6,2	-15,0	-1,4	-5,6	-12,5
Renda primária	-2,2	-17,6	-36,7	-2,5	-16,8	-36,6
dos quais: juros	-1,1	-9,1	-20,0	-0,8	-8,4	-19,4
dos quais: lucros e dividendos	-1,1	-8,6	-16,9	-1,7	-8,5	-17,5
Renda secundária	0,2	1,1	2,5	0,4	1,4	2,7
Conta capital	0,0	0,2	0,4	0,0	0,1	0,4
Conta financeira	1,9	-4,9	-7,7	1,2	-5,0	-18,9
Investim. ativos ^{2/}	-2,5	24,2	73,2	9,9	39,9	79,5
Inv. direto no ext.	-0,6	2,7	14,1	0,6	9,1	15,0
Inv. Carteira	-1,5	4,4	0,5	0,0	4,1	10,0
Outros Investimentos	-0,4	17,0	58,7	9,3	26,7	54,5
dos quais: ativos de bancos	-1,6	2,9	0,4	2,0	2,8	-2,8
Investim. passivos	-1,9	41,1	86,6	9,2	52,7	114,4
IDP	3,0	26,9	88,3	7,1	35,1	90,0
Ações totais ^{3/}	-4,4	-2,0	-5,6	-2,4	-2,0	-
Títulos no país	-2,0	3,9	-4,3	2,2	12,1	15,0
Emprést. e tít. LP ^{4/}	-0,5	-4,2	-7,4	-0,5	-8,1	-9,6
Emprést. e tít. CP	-0,2	7,2	5,9	1,0	9,2	-
Crédito Comercial e outros	2,2	9,3	9,7	1,9	6,4	19,0
Derivativos	0,0	1,4	2,8	-0,2	0,8	-
Ativos de reserva	2,5	10,5	2,9	0,6	6,9	16,0
Erros e omissões	1,0	3,0	6,3	0,5	2,4	-
Memo:						
Transações corr./PIB (%)	0,6		-0,8			-1,0
IDP / PIB (%)	2,0		4,7			4,8
Taxa de rolagem (%)	104,4	86,3	92,9	85,9	61,4	85,0

1/ Projeção.

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

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

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

*dados preliminares.

Este boxe apresenta a revisão das projeções para o balanço de pagamentos de 2019. As novas estimativas consideram as estatísticas de balanço de pagamentos publicadas desde o Relatório de Inflação de março de 2019, a evolução econômica doméstica e internacional e os dados mais recentes relativos ao estoque e ao serviço do endividamento externo do país.

As perspectivas de desaceleração do crescimento global e a redução na projeção de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) doméstico em 2019 condicionaram a revisão do *deficit* em transações correntes em 2019, de US\$30,8 bilhões para US\$19,3 bilhões (1,0% do PIB). A alteração incorpora modificações na composição do *deficit*, com expectativa de aumento do *superavit* comercial, e de reduções nas despesas líquidas de renda primária e serviços.

Projeta-se *superavit* comercial de US\$46,0 bilhões para o ano, com expansão de 1,7% nas exportações e de 6,2% nas importações, que deverão situar-se, na ordem, em US\$243,0 bilhões e US\$197,0 bilhões, reduções de US\$4,0 bilhões e US\$10,0 bilhões, respectivamente, em relação à projeção apresentada no Relatório de Inflação de março. A revisão da balança comercial de bens, comparativamente à projeção anterior, reflete o recuo na estimativa de crescimento econômico doméstico e a evolução do câmbio ao longo do ano. Destaque-se que, excluídos os efeitos estimados das operações com plataformas de petróleo e seus equipamentos no âmbito do Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro), as exportações e as importações cresceriam, na ordem, 2,7% e 2,6%.

O *deficit* da conta de serviços está projetado em US\$31,4 bilhões – US\$5,0 bilhões abaixo do previsto no Relatório de Inflação anterior –, equivalendo a redução de 7,5% relativamente a 2018. A revisão deveu-se principalmente a ajustes nas contas de

viagens, transportes e aluguel de equipamentos. A redução de US\$3,0 bilhões na conta de viagens refletiu a evolução da taxa de câmbio e a estimativa de crescimento mais moderado da renda doméstica. A despesa líquida de transportes sofreu redução de US\$1,0 bilhão, em linha com a diminuição de 3,1% na corrente de comércio para 2019. Já as despesas líquidas de aluguel de equipamentos foram reduzidas em US\$1,0 bilhão, tendo em vista o ocorrido ao longo do ano e os efeitos de internalização de plataformas e equipamentos no âmbito do Repetro.

Os pagamentos líquidos de juros estão projetados em US\$19,4 bilhões, acima da projeção anterior (US\$17,0 bilhões), considerando o cronograma mais recente de endividamento externo e revisão nas receitas de remuneração das reservas internacionais. A projeção para as remessas líquidas de lucros e dividendos foi reduzida em US\$3,0 bilhões, para US\$17,5 bilhões, reflexo da menor perspectiva de crescimento econômico e de taxa de câmbio média mais desvalorizada em relação ao ano anterior. Os ingressos líquidos da conta secundária foram mantidos em US\$2,7 bilhões.

A projeção para os ingressos líquidos de Investimentos Diretos no País (IDP) foi mantida em US\$90 bilhões (4,8% do PIB). Descontando-se os efeitos com as operações de plataformas de petróleo e equipamentos no âmbito do Repetro, o indicador atingiria 4,3% do PIB ao final de 2019, financiando confortavelmente o *deficit* estimado em transações correntes de 1,0% do PIB. A projeção para os Investimentos Diretos no Exterior (IDE) foi ampliada em US\$5,0 bilhões, para US\$15,0 bilhões, em relação ao último Relatório de Inflação, influenciada por menores fluxos de desinvestimentos em 2019 em relação ao ano anterior.

A projeção de ativos de investimentos em carteira permaneceu em US\$10,0 bilhões. No âmbito dos passivos de investimentos em carteira, os ingressos líquidos esperados de ações e fundos de investimentos para 2019 foram reduzidos em US\$5,0 bilhões, para zero. Por sua vez, a projeção para os fluxos líquidos de títulos no país aumentou US\$5,0 bilhões, para US\$15,0 bilhões, em linha com os significativos ingressos observados nos cinco primeiros meses do ano.

A taxa de rolagem, calculada sobre as operações de longo prazo em empréstimos e títulos negociados no mercado internacional, foi revisada para 85%, de acordo com maiores fluxos de amortizações em relação aos fluxos de desembolsos, influenciados por pagamentos antecipados e por concentração de vencimentos de títulos ocorridos nos cinco primeiros meses de 2019.

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2021, cobrindo, portanto, a totalidade dos anos-calendário para os quais há definição das metas para a inflação, por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN).

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) realizada em 18 e 19.6.2019 (223ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central do Brasil (BCB), a data de corte é 14.6.2019, a menos de indicação contrária.

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

O primeiro cenário assume que a taxa Selic e a taxa de câmbio permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção, enquanto o segundo cenário supõe trajetórias extraídas da pesquisa Focus para essas duas variáveis.

Também são apresentados outros dois cenários, chamados de cenários “híbridos”, que combinam como pressupostos taxa Selic constante e taxa de câmbio da pesquisa Focus e, alternativamente, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante.

É importante salientar que as projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente na supracitada data de corte. As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas.

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

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

No trimestre encerrado em maio, a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, situou-se 0,01 p.p. acima da projetada no Relatório de Inflação de março (Tabela 2.1).

As variações do indicador em março e abril, acima das estimadas, refletiram: i) altas mais intensas do que as antecipadas para os preços dos combustíveis, sob influência de depreciação do câmbio e cotações mais altas para os preços do petróleo; ii) aumentos nos custos de higiene pessoal que, com certo atraso, compensaram movimento em sentido contrário observado em novembro de 2018; e iii) elevação nos preços de alimentos, repercutindo os efeitos de anomalias climáticas. No caso de alimentos, os expressivos aumentos de preços em março e abril foram parcialmente compensados em maio, explicando parte relevante da distribuição de surpresas entre os três meses. Destaca-se, ainda, a observância de patamares de bandeiras tarifárias de energia elétrica mais favoráveis do que os antecipados para os meses de abril e maio.

As projeções de curto prazo no cenário básico do Copom consideram variações de 0,01%, 0,13% e 0,10% para o IPCA nos meses de junho, julho e agosto, respectivamente. Caso se confirme, a alta de 0,24% no trimestre será bem inferior à variação de 1,50% observada no mesmo período de 2018, marcado pela paralisação no setor de transporte de cargas. A inflação acumulada em doze meses, como consequência, recuará de 4,66% em maio para 3,36% em agosto.

A desaceleração da inflação esperada para o trimestre encerrado em agosto reflete recuo nos preços de combustíveis – em decorrência da recente apreciação cambial e da queda na cotação do petróleo, além do

Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2019			No trim.	12 meses até mai
	Mar	Abr	Mai		
Cenário do Copom ^{1/}	0,55	0,48	0,41	1,45	4,65
IPCA observado	0,75	0,57	0,13	1,46	4,66
Surpresa	0,20	0,09	-0,28	0,01	0,01

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de março de 2019

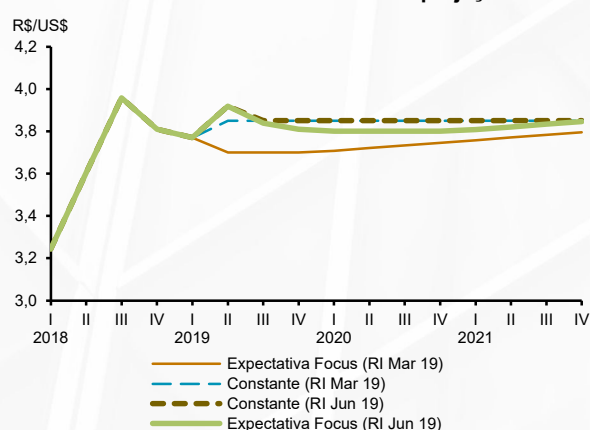
Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo

	Variação %				
	2019			No trim.	12 meses até ago
	Jun	Jul	Ago		
Cenário do Copom ^{1/}	0,01	0,13	0,10	0,24	3,36

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte

Gráfico 2.1 – Taxa de câmbio usada nas projeções



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

fim da entressafra da cana-de-açúcar – e nos preços de alimentos, refletindo sazonalidade mais favorável e dissipação parcial dos efeitos de choques climáticos. Destaque-se, ainda, o cenário mais favorável para o sistema de bandeiras tarifárias comparativamente a igual período de 2018, repercutindo não apenas o menor risco hidrológico, mas também a recente mudança nas regras de acionamento de bandeiras²³.

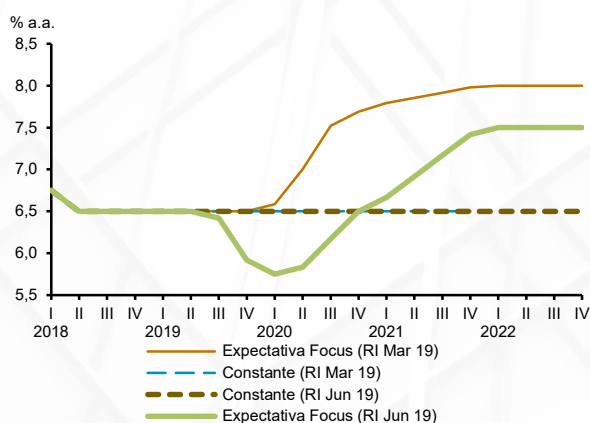
2.2 Projeções condicionais

O valor da taxa de câmbio utilizado nos cenários que assumem trajetória constante para essa variável é de R\$3,85/US\$²⁴, mesmo valor do Relatório de Inflação de março de 2019 (Gráfico 2.1). A mediana das expectativas para a taxa de câmbio para os finais de ano, extraídas da pesquisa Focus de 14.6.2019, é de queda em 2019, estabilidade em 2020 e aumento em 2021. Na comparação com os valores de 15.3.2019, utilizados no Relatório de março, a taxa de câmbio para os finais de ano aumentou de R\$3,70/US\$ para R\$3,80/US\$ para 2019, de R\$3,75/US\$ para R\$3,80/US\$ para 2020 e de R\$3,80/US\$ para R\$3,85/US\$ para 2021 (Gráfico 2.1).

No caso da taxa Selic, o valor assumido nos cenários que utilizam taxa constante manteve-se em 6,50% a.a. (Gráfico 2.2). Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e o comportamento dos prêmios de risco, a taxa projetada do *swap* pré-DI de 360 dias, depois das quedas verificadas no último trimestre de 2018 e no primeiro trimestre de 2019, apresenta valores crescentes até o quarto trimestre de 2019, ficando relativamente estável a partir do trimestre seguinte.

A mediana das expectativas para a taxa Selic extraídas da pesquisa Focus, também na comparação entre 15.3.2019 e 14.6.2019, reduziu de 6,50% a.a. para 5,75% a.a. para o final de 2019, de 7,75% a.a. para 6,50% a.a. para o final de 2020, e de 8,00% a.a. para 7,50% a.a. para os finais de 2021 e 2022 (Gráfico 2.2).²⁵ Nessa trajetória, a taxa Selic cai 0,25 p.p. nas reuniões do Copom em setembro, outubro e dezembro de

Gráfico 2.2 – Meta da taxa Selic usada nas projeções



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

Tabela 2.3 – Projeções centrais de inflação em diferentes cenários

Ano	T	Meta para a inflação	Selic e câmbio constantes	Selic e câmbio Focus	Selic Focus e câmbio constante	Selic constante e câmbio Focus
2019	II		3,4	3,4	3,4	3,4
2019	III		3,0	3,0	3,0	3,0
2019	IV	4,25	3,6	3,6	3,6	3,6
2020	I		3,2	3,3	3,3	3,2
2020	II		3,4	3,5	3,6	3,4
2020	III		3,5	3,6	3,7	3,5
2020	IV	4,00	3,7	3,9	3,9	3,7
2021	I		3,7	3,9	3,9	3,7
2021	II		3,7	3,8	3,8	3,7
2021	III		3,8	3,9	3,9	3,9
2021	IV	3,75	3,9	3,9	3,8	4,0

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

23/ Resolução Normativa 845/2019. Destacam-se a adoção de critérios mais rígidos (GSF e PLD) para o acionamento de bandeiras e a mudança no cálculo do GSF, que passa a considerar garantia física constante em vez de sazonalizada.

24/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados na sexta-feira anterior à reunião do Copom.

25/ Como descrito no box “Modelo agregado de pequeno porte – 2017” (Relatório de Inflação de junho de 2017), a trajetória da taxa do *swap* pré-DI de 360 dias depende da trajetória da taxa Selic usada como condicionante para o mesmo período e da trajetória do prêmio (diferença entre a taxa do *swap* e a taxa esperada para a Selic). Portanto, a taxa do *swap* ao longo de 2021 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2022.

2019, chegando a 5,75% a.a., e depois aumenta 0,25 p.p. em junho de 2020 e 0,50 p.p. no período de agosto a outubro de 2020, retornando assim a 6,50% a.a. Ainda nessa trajetória, a taxa aumenta 1,00 p.p. em 2021. Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e o comportamento dos prêmios de risco, nos cenários que utilizam essa trajetória, a taxa projetada do *swap* pré-DI de 360 dias cai até o final de 2019 e sobe ao longo do restante do horizonte de projeção.

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

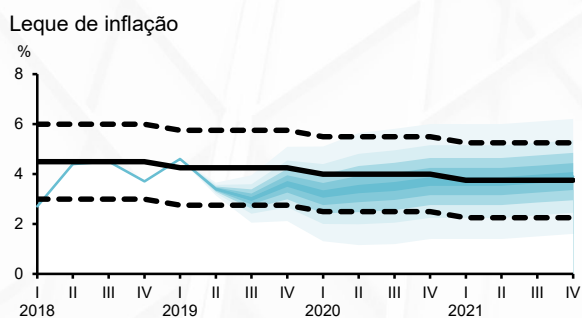
As projeções apresentadas embutem o entendimento de que o processo de reformas estruturais, como as fiscais e creditícias, contribui para a redução gradual da taxa de juros estrutural.

Com base na combinação das projeções de curto prazo e dos condicionantes acima, foram construídas projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres. Essas projeções se baseiam na utilização de um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinado com exercício de julgamento.

A projeção central associada ao cenário que combina taxas Selic e de câmbio constantes por todo o horizonte de projeção indica que a inflação acumulada em quatro trimestres, após atingir 4,58% no primeiro trimestre de 2019, cai nos trimestres seguintes, atingindo 3,0% no terceiro trimestre, e termina o ano ao redor de 3,6% (Tabela 2.3, Gráfico 2.3 e Tabela 2.4). Parte dessa oscilação é explicada pela substituição de trimestres afetados pelos efeitos da paralisação no setor de transporte de cargas em maio de 2018. A inflação projetada aumenta para cerca de 3,7% e 3,9% no final de 2020 e 2021, respectivamente. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 3,9% para 2019, 4,6% para 2020 e 4,4% para 2021.

Nesse cenário, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância da meta em 2019 situam-se ao redor

Gráfico 2.3 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes



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

Tabela 2.4 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade (%)						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2019	II	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
2019	III	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2019	IV	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,2
2020	I	2,4	2,8	3,1	3,2	3,3	3,6	4,0
2020	II	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3
2020	III	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2020	IV	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2021	I	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2021	II	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2021	III	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7
2021	IV	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8

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

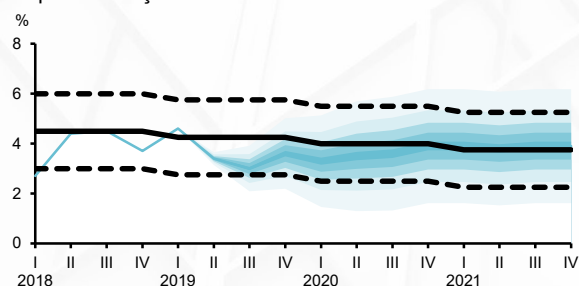
Tabela 2.5 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – cenário com Selic e câmbio constantes

Ano	Trim.	RI de março	RI de junho
2019	II	3,8	3,4
2019	III	3,7	3,0
2019	IV	4,1	3,6
2020	I	4,0	3,2
2020	II	3,9	3,4
2020	III	4,0	3,5
2020	IV	4,0	3,7
2021	I	4,1	3,7
2021	II	4,1	3,7
2021	III	4,1	3,8
2021	IV	4,1	3,9

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

Gráfico 2.4 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Leque de inflação



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

Tabela 2.6 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2019	II	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
2019	III	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2019	IV	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,2
2020	I	2,5	2,9	3,2	3,3	3,4	3,7	4,1
2020	II	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2020	III	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2020	IV	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	I	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	II	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7
2021	III	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	IV	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8

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

de 1% e 17% para os limites superior e inferior, respectivamente. Para 2020, essas probabilidades situam-se ao redor de 10% e 20%. Para 2021, as probabilidades são de 17% para o limite superior e 12% para o limite inferior.

Na comparação com o Relatório de Inflação de março de 2019 (Tabela 2.5), as projeções no cenário com Selic e câmbio constantes reduziram-se em torno de 0,5 p.p. para 2019, 0,3 p.p. para 2020 e 0,2 p.p. para 2021.

As projeções foram afetadas por revisões para baixo das projeções de curto prazo, pela queda no preço do petróleo, pela diminuição na projeção de alguns itens dos preços administrados, pela redução das expectativas de inflação e pela interrupção do processo de recuperação econômica nos últimos trimestres. Por outro lado, contribuíram para cima efeitos estimados de choque de oferta na cadeia de preços de grãos e proteínas.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em maio (222ª reunião), houve redução de aproximadamente 0,7 p.p. para 2019 e de 0,3 p.p. para 2020 (ver Ata da 222ª reunião). Nessa comparação, destacam-se, além dos fatores anteriormente mencionados, a inflação observada menor do que a projetada e a redução na taxa de câmbio utilizada nesse cenário, que caiu de R\$3,95/US\$ para R\$3,85/US\$.

No cenário com taxas Selic e de câmbio da pesquisa Focus, a projeção central indica que a inflação acumulada em quatro trimestres finaliza 2019 em torno de 3,6% e sobe para 3,9% em 2020 e 2021 (Gráfico 2.4 e Tabela 2.6). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 3,9% para 2019, de 4,6% para 2020 e de 4,7% para 2021.

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de março de 2019 (Tabela 2.7), a projeção para 2019 reduziu em cerca de 0,3 p.p. A queda foi menor do que no cenário com Selic e câmbio constantes porque a taxa de câmbio ao longo do segundo trimestre de 2019, até a data de corte deste Relatório, foi superior à taxa de câmbio oriunda da pesquisa Focus à época (Gráfico 2.1). Ainda nessa comparação, as projeções aumentaram 0,1 p.p. para 2020 e ficaram estáveis para 2021.

Tabela 2.7 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Ano	Trim.	RI de março	RI de junho
2019	II	3,7	3,4
2019	III	3,5	3,0
2019	IV	3,9	3,6
2020	I	3,7	3,3
2020	II	3,7	3,5
2020	III	3,9	3,6
2020	IV	3,8	3,9
2021	I	3,9	3,9
2021	II	3,9	3,8
2021	III	3,9	3,9
2021	IV	3,9	3,9

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

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

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2019	II	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
2019	III	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2019	IV	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,2
2020	I	2,5	2,9	3,2	3,3	3,4	3,7	4,1
2020	II	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2020	III	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2020	IV	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	I	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	II	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7
2021	III	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	IV	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7

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

Observa-se ainda que a inflação projetada no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus é superior à do cenário com Selic e câmbio constantes entre o primeiro trimestre de 2020 e o terceiro trimestre de 2021. Esse comportamento reflete os efeitos da taxa Selic mais baixa no período de setembro de 2019 a setembro de 2020 e da depreciação cambial em 2021, ambos advindos da pesquisa Focus. Por outro lado, a maior taxa Selic ao longo de 2021 faz com que as projeções tornem-se semelhantes ao final desse mesmo ano.

No cenário com taxas Selic e de câmbio da pesquisa Focus, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2019 são 1% e 16%, respectivamente. As probabilidades referentes aos limites superior e inferior para os anos seguintes situam-se ao redor de 12% e 16% (2020) e de 17% e 12% (2021).

No cenário híbrido com câmbio constante e taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, as projeções de inflação são de cerca de 3,6% para 2019, 3,9% para 2020 e 3,8% para 2021 (Tabela 2.8). Em relação ao cenário que assume taxa Selic constante, as projeções são superiores para 2020 e inferiores para 2021, refletindo o fato mencionado anteriormente de a taxa Selic advinda da pesquisa Focus ser inferior à Selic constante durante determinado período e superior em período subsequente.

Por fim, no cenário híbrido com taxa de câmbio da pesquisa Focus e taxa Selic constante, as projeções de inflação são de aproximadamente 3,6%, 3,7% e 4,0% para 2019, 2020 e 2021, respectivamente (Tabela 2.9). Neste Relatório, a taxa de câmbio oriunda da pesquisa Focus tem dinâmica semelhante à utilizada nos cenários que assumem câmbio constante (Gráfico 2.1), o que, na maior parte do horizonte considerado, torna as projeções semelhantes entre os cenários que diferem apenas pela trajetória da taxa de câmbio. A projeção para 2021 é superior em virtude da depreciação cambial desse mesmo ano embutida na pesquisa Focus.

Tabela 2.9 – Projeção de inflação no cenário com Selic constante e câmbio da pesquisa Focus

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano Trim.	Intervalos de probabilidade						
	50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2019 II	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
2019 III	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2019 IV	3,0	3,3	3,5	3,6	3,7	3,9	4,2
2020 I	2,4	2,8	3,1	3,2	3,3	3,6	4,0
2020 II	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3
2020 III	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2020 IV	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2021 I	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2021 II	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2021 III	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021 IV	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9

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

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

Indicadores recentes da atividade econômica indicam interrupção do processo de recuperação da economia brasileira nos últimos trimestres. O cenário do Copom contempla retomada desse processo adiante, de maneira gradual.

O cenário externo mostra-se menos adverso, em decorrência das mudanças nas perspectivas para a política monetária nas principais economias. Entretanto, os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem.

As expectativas de inflação para 2019, 2020 e 2021 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,8%, 4,0% e 3,75%, respectivamente.

O Comitê avalia que as diversas medidas de inflação subjacente encontram-se em níveis apropriados, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária.

Em sua reunião mais recente (223ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2019 e, principalmente, de 2020.

Na ocasião, o Copom comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, (ii) uma eventual frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. O risco (ii) se intensifica no caso de (iii) deterioração do cenário externo para economias emergentes. O Comitê avalia que o balanço de riscos para a inflação evoluiu de maneira favorável, mas entende que, neste momento, o risco (ii) é preponderante.

O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

O Comitê julga importante observar o comportamento da economia brasileira ao longo do tempo, com redução do grau de incerteza a que continua exposta.

O Comitê enfatiza que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes. Em particular, o Comitê julga que avanços concretos nessa agenda são fundamentais para consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva.

Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve manutenção da taxa Selic no nível vigente. O Comitê ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil **Membros do Comitê de Política Monetária**

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Roberto Oliveira Campos Neto
Presidente

Bruno Serra Fernandes
Diretor de Política Monetária

Carlos Viana de Carvalho
Diretor de Política Econômica

Carolina de Assis Barros
Diretora de Administração

João Manoel Pinho de Mello
Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

Maurício Costa de Moura
Diretor de Relacionamento Institucional e Cidadania

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor de Regulação

Paulo Sérgio Neves de Souza
Diretor de Fiscalização

Tiago Couto Berriel
Diretor de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

Membros do Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Roberto Oliveira Campos Neto

Diretor

Bruno Serra Fernandes

Diretor

Carlos Viana de Carvalho

Diretora

Carolina de Assis Barros

Diretor

João Manoel Pinho de Mello

Diretor

Maurício Costa de Moura

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Paulo Sérgio Neves de Souza

Diretor

Tiago Couto Berriel

Departamentos cujos chefes são responsáveis por apresentações técnicas nas reuniões do Copom (Circular nº 3.868/2017)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

João Barata Ribeiro Blanco Barroso

Departamento Econômico – Depec

Tulio José Lenti Maciel

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

André Minella

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Flávio Túlio Vilela

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

Alan da Silva Andrade Mendes

Siglas

a.a.	Ao ano
ACC	Adiantamento de Contratos de Câmbio
APU	Administração, Saúde e Educação Públicas e Seguridade Social
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CMN	Conselho Monetário Nacional
Copom	Comitê de Política Monetária
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DP	Dupla ponderação
Dstat	Departamento de Estatísticas
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FDIC	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios
Fed	Federal Reserve
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getulio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
GSF	Generation Scaling Factor
HICP	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC-Br	Índice de Commodities – Brasil
ICC	Indicador de Custo do Crédito
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICOM	Índice de Confiança do Comércio Ampliado
ICS	Índice de Confiança de Serviços
ICVA	Índice Cielo de Varejo Ampliado
IDP	Investimentos Diretos no País
IE-COM	Índice de Expectativas do Índice de Confiança do Comércio Ampliado
IE-ICC	Índice de Expectativas do Índice de Confiança do Consumidor
IE-S	Índice de Expectativas do Índice de Confiança de Serviços
INMET	Instituto Nacional de Meteorologia
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

ISA-COM	Índice de Situação Atual do Índice de Confiança do Comércio Ampliado
ISA-ICC	Índice da Situação Atual do Índice de Confiança do Consumidor
ISA-S	Índice de Situação Atual do Índice de Confiança de Serviços
MA	Médias aparadas
MS	Médias aparadas com suavização
NOAA	National Oceanic and Atmospheric Administration
Nuci	Nível de Utilização da Capacidade Instalada
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONI	Oceanic Niño Index
p.p.	Pontos percentuais
PF	Pessoa Física
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PJ	Pessoa Jurídica
PLD	Preço de Liquidação das Diferenças
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PTC	Pesquisa Trimestral sobre Condições de Crédito
Repetro	Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
SCN	Sistema de Contas Nacionais
Secex	Secretaria de Comércio Exterior
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
VAR	Vetor autorregressivo