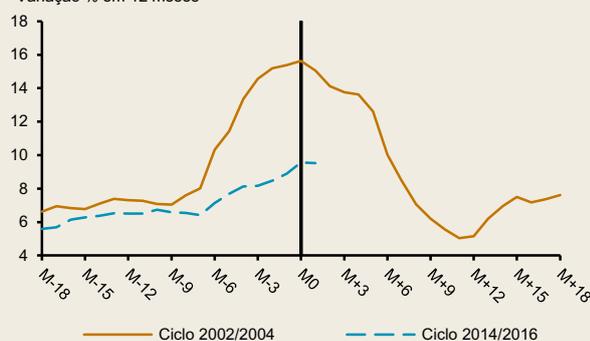


## Comparação dos ciclos de desinflação

**Gráfico 1 – IPCA (POF 2009)**

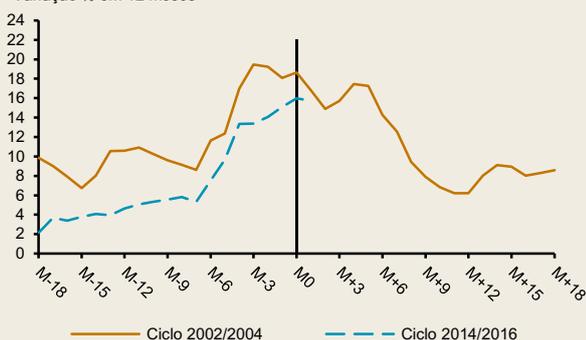
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

**Gráfico 2 – Administrados (POF 2009)**

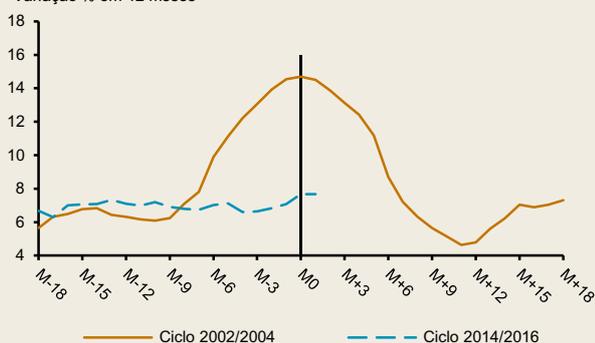
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

**Gráfico 3 – Livres (POF 2009)**

Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e Banco Central

A inflação ao consumidor, medida em doze meses, atingiu o ponto de máximo dos últimos dez anos no segundo semestre de 2015, e deverá recuar aproximadamente 5 p.p. no próximo ano para assegurar sua convergência para a meta ao final de 2016. Esse cenário suscita comparação com o ciclo de desinflação ocorrido em 2002/2004, quando houve redução superior a 10 p.p. nos quatro trimestres posteriores ao pico. Nesse sentido, este box compara as principais características dos dois processos de desinflação.

A trajetória dos ciclos mencionados encontra-se no Gráfico 1, no qual o ponto de referência M0 representa os picos nos respectivos ciclos, considerando dados ocorridos: julho de 2015 e maio de 2003<sup>1</sup>. No ciclo 2002/2004, a inflação em doze meses passou de 7,0%, em agosto de 2002, para 15,6%, em maio de 2003, influenciada pela depreciação do real no segundo semestre de 2002. Após o pico, a inflação recuou 10,6 p.p. nos onze meses seguintes, situando-se em 5,0% em abril de 2004. No atual ciclo, a aceleração da inflação anual teve duração similar, mas com intensidade menor, passando de 6,41%, em dezembro de 2014, para 9,56%, em julho de 2015.

A desagregação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em preços livres e monitorados (Gráficos 2 e 3) ajuda a explicar a diferença da evolução dos dois ciclos. Enquanto o aumento da inflação de preços administrados foi similar nos dois períodos, da ordem de 10 p.p., a inflação dos preços livres acelerou 8,6 p.p. no ciclo passado e manteve-se relativamente estável no atual ciclo.

A distinção entre a evolução dos preços livres nos dois ciclos repercutiu, em especial, o impacto mais acentuado do repasse cambial no ciclo 2002/2004, quando a depreciação

1/ Para evitar que eventuais efeitos de mudanças de pesos afetem a comparação da inflação nos dois períodos, utilizou-se a série histórica do IPCA recalculada com a estrutura de ponderação da POF 2009, implementada em janeiro de 2012. A esse respeito, ver o box “Atualizações das Estruturas de Ponderação do IPCA e do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) e das Classificações do IPCA”, divulgado no Relatório de Inflação de dezembro de 2011.

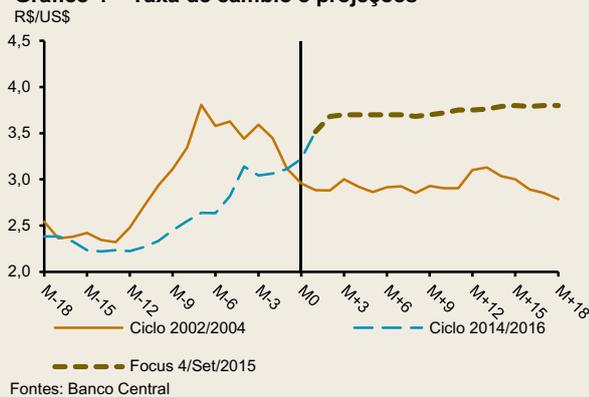
do real atingiu cerca de 60%. No atual ciclo, um conjunto de fatores contribuiu para que a depreciação – também expressiva – do real não impactasse significativamente os preços livres. Nesse sentido, ressaltam-se as contribuições da perda de dinamismo da atividade interna, da menor variação da taxa de câmbio efetiva em relação à da taxa R\$/US\$, da tendência declinante dos preços internacionais das *commodities* e da postura mais restritiva da política monetária<sup>2</sup>.

É importante destacar que a reversão do choque cambial condicionou, em grande medida, o processo de desinflação observado no primeiro ciclo. De fato, quando a variação anual do IPCA atingiu o pico (15,6%), em maio de 2003, mais da metade do choque cambial já havia sido revertido, o que favoreceu o processo de desinflação nos meses seguintes (Gráfico 4).

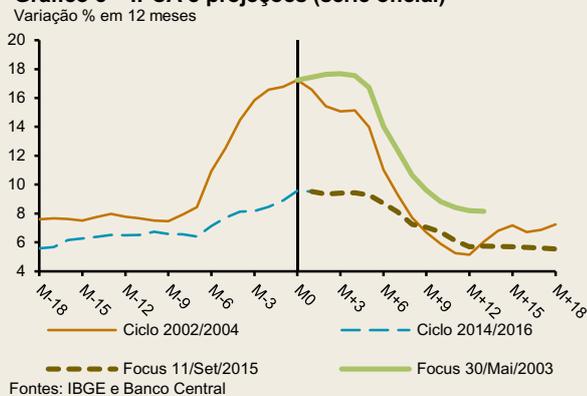
No atual ciclo, em que a depreciação do real não registrou impacto inflacionário acentuado, a trajetória da taxa de câmbio não mostra sinais de reversão, conforme expectativas de mercado para o horizonte relevante<sup>3</sup>. Mesmo sem perspectiva de contribuição do câmbio, a mediana das expectativas de mercado indica que a variação anual do IPCA atingiria 5,5% ao final de 2016 (desinflação de 4,06 p.p., que representa cerca de 80% do necessário para assegurar a convergência da inflação para a meta). Em maio de 2003 (pico do ciclo 2002/2004), as expectativas<sup>4</sup> sinalizavam desinflação de 9,0 p.p. (de 17,2% para 8,2%) para os doze meses seguintes – cerca de 75% da desinflação de 12 p.p. que realmente ocorreu (Gráfico 5)<sup>5</sup>.

Em síntese, a comparação apresentada neste boxe indica que a despeito da perspectiva de ausência de contribuição desinflacionária da taxa de câmbio no atual ciclo inflacionário, as expectativas de mercado indicam significativa redução da inflação em 2016. Nesse contexto, reforça-se a necessidade da política monetária manter-se vigilante com o propósito de garantir a convergência da inflação para o centro da meta no final de 2016.

**Gráfico 4 – Taxa de câmbio e projeções**



**Gráfico 5 – IPCA e projeções (série oficial)**



2/ Sobre a intensidade do repasse cambial no atual ciclo, ver os boxes “Repasse Cambial para Preços” e “Influência dos Preços de *Commodities* sobre o Repasse Cambial”, no Relatório de Inflação de março de 2015.

3/ De acordo com a Pesquisa Focus, do dia 11 de setembro de 2015.

4/ De acordo com a Pesquisa Focus do dia 30 de Maio de 2003.

5/ Para efeito de comparação com as expectativas inflacionárias da época, o cálculo de desinflação para o período 2002/2003 apresentado nesse parágrafo e no Gráfico 5 utilizou a série oficial do IPCA, diferentemente das demais referências ao ciclo passado ao longo do boxe que tiveram como base a série recalculada com a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2009.