

Sumário executivo

No âmbito internacional, o Copom considera que, desde o Relatório anterior, permaneceram elevados os riscos para a estabilidade financeira global, a exemplo dos derivados de mudanças na inclinação da curva de juros em importantes economias maduras. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a aversão ao risco e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir a sinalizações sobre como novos indicadores de atividade serão analisados pelas autoridades, fornecendo indicações adequadas sobre o momento do início do processo de normalização das condições monetárias em grandes blocos, em particular, nos Estados Unidos, minimizando volatilidade e riscos.

Em linhas gerais, desde o Relatório anterior, a tendência de atividade global mostrou maior moderação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, note-se que as evidências apontam taxas de crescimento relativamente mais homogêneas nas economias maduras, ainda que baixas e abaixo do crescimento potencial, notadamente na Área do Euro. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, bem como a ocorrência de novos focos de volatilidade nos mercados de moedas e de renda fixa.

Ainda sobre o ambiente externo, importa destacar que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos aos ativos domésticos, de maneira discreta e incremental, mas que pode ser amplificada em função da percepção da solidez macroeconômica e financeira doméstica.

No âmbito interno, o Copom reitera que, em conformidade com o processo de ajuste macroeconômico em curso, os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do Produto Interno Bruto (PIB) continuaram a se ajustar e confirmam que o ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano será inferior ao potencial. Para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que pode ser mais intenso e mais longo que o antecipado, o ritmo de atividade tende a se intensificar, na medida em que a confiança de firmas e famílias se

fortaleça. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de crescimento global, mesmo moderado, combinado com a depreciação do real, milita no sentido de torná-lo mais favorável ao reequilíbrio das contas externas e ao crescimento sustentável da economia brasileira.

Ainda sobre atividade interna, o Copom avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. O consumo tende a crescer em ritmo moderado e os investimentos tendem a ganhar impulso. Na visão do Comitê, essas mudanças indicam que há espaço para uma composição e ritmo do crescimento no médio prazo que possa caminhar em direção ao crescimento potencial.

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

No que diz respeito às contas públicas, a piora em relação ao observado no Relatório anterior e a deterioração da percepção de risco, desencadearam a redução da nota de risco soberano, por importante agência de classificação de risco, para patamar inferior ao grau de investimento, no início de setembro. Nesse contexto, medidas que concorram tempestivamente para o reequilíbrio das contas públicas mostram-se fundamentais para a estabilidade macroeconômica e para a retomada da confiança e do nível de atividade.

Os resultados parciais para o balanço de pagamentos de 2015 ratificaram a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, em ambiente de depreciação da moeda doméstica em termos reais e de contração da atividade interna. Os ingressos líquidos de capitais estrangeiros seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimentos diretos no país e de investimentos em carteira.

A inflação medida pela variação, em doze meses, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou

9,53% em agosto, 3,01 pontos percentuais (p.p.) acima da registrada até agosto de 2014. De um lado, os preços livres acumulam variação de 7,70% em doze meses (6,95% até agosto de 2014); de outro, os preços administrados por contrato e monitorados variaram 15,75% (5,07% até agosto de 2014).

No que se refere a projeções de inflação, de acordo com os procedimentos tradicionalmente adotados e levando-se em conta o conjunto de informações disponíveis até 18 de setembro de 2015 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,90/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% ao ano (a.a.), projeta inflação de 9,5% em 2015, 5,3% em 2016 e de 4,0% no terceiro trimestre de 2017.

No cenário de mercado, que incorpora dados da pesquisa realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) com um conjunto significativo de instituições, as projeções apontam inflação de 9,5% em 2015, 5,4% em 2016 e de 4,6% no terceiro trimestre de 2017.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2015, de acordo com o cenário de referência, é de -2,7% (1,6 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -2,2% para o acumulado em quatro trimestres até o segundo trimestre de 2016.

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

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

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

O Comitê observa que as expectativas de inflação ainda se encontram próximas ou na meta de 4,5% a.a. nos horizontes de médio e longo prazo. No entanto, o Comitê destaca o aumento recente da diferença entre expectativas de inflação em relação à meta, depois de ter havido certo progresso no processo de convergência. Esse aumento, ainda permanece de pequena magnitude na comparação com os níveis observados no Relatório de Inflação anterior, e ocorre a despeito da significativa elevação das expectativas de inflação para 2015 e da deterioração da percepção dos agentes econômicos a respeito do balanço de riscos e da trajetória fiscal. Esses fatos constituem um claro e importante sinal sobre, de um lado, os progressos obtidos com a implementação da estratégia atual de política monetária, mas, de outro lado, sobre as consequências da deterioração no balanço de riscos.

Assim, o Comitê entende que a manutenção da taxa básica de juros no patamar atual, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.

A propósito, o Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de deterioração no balanço de riscos agravada recentemente pelos efeitos do rebaixamento da nota de crédito soberana. Para o Comitê, de um lado, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – mostram que a estratégia de política monetária está na direção correta. De outro lado, elevações recentes de prêmios de risco, que se refletem nos preços de ativos, exigem que a política monetária se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta.