

## Sumário executivo

---

No âmbito internacional, o Comitê de Política Monetária (Copom) considera que, desde o Relatório anterior, o ambiente externo permanece complexo e que, a despeito de identificar baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais, observam-se episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes.

No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê avalia que a aversão ao risco global e a volatilidade dos mercados financeiros internacionais tendem a reagir à continuação do gradual processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Entretanto, ressalta que fatores domésticos, em especial as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos, influenciam e continuarão a influenciar, se não forem tempestivamente endereçados, os preços dos ativos financeiros. Dessa forma, importa destacar, mais uma vez, que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos aos ativos domésticos, de maneira discreta e incremental, mas que pode ser amplificada em função da percepção da solidez macroeconômica e financeira doméstica.

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

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. Esse processo é intensificado pelas incertezas oriundas do efeito de eventos não econômicos. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que se mostra mais intenso e mais longo que o antecipado, o ritmo de atividade tende a se intensificar, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, o cenário de crescimento global, mesmo moderado, combinado com a depreciação do real, age no sentido de torná-lo mais favorável ao reequilíbrio das contas externas e ao crescimento da economia brasileira.

São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico, além do realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e realinhamento dos preços administrados em relação aos livres, os impactos nos preços dos ativos de incertezas sobre as trajetórias sinalizadas para as variáveis fiscais, tanto em termos da velocidade de recuperação dos resultados quanto da sua composição, especialmente após o rebaixamento da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma segunda agência de avaliação de risco.

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 Copom, essas mudanças indicam que há espaço para uma composição e ritmo do crescimento no médio prazo 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 continuar reforçando as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

Nesse contexto, as operações de crédito mantiveram tendência de desaceleração no trimestre encerrado em outubro. Esse comportamento repercutiu elevações das taxas de juros e o cenário de retração da atividade econômica e deterioração tanto dos indicadores de confiança quanto de

emprego e renda. A perda de dinamismo no mercado de crédito foi mitigada parcialmente pelo desempenho das carteiras com recursos direcionados, em particular nas modalidades financiamentos imobiliários e rurais.

No que diz respeito às contas públicas, o *deficit* primário projetado para o setor público em 2015 repercute, em especial, os impactos da desaceleração da atividade econômica sobre o nível das receitas públicas. Esse cenário – agravado pelo aumento recorrente de eventos não econômicos e pelas perspectivas de pagamentos de despesas acumuladas de exercícios anteriores, sobretudo as vinculadas a programas de equalização de taxas e subsídios –, tende a ser atenuado, no médio prazo, pelos impactos das medidas de ajuste fiscal adotadas recentemente.

Os resultados do balanço de pagamentos seguem confirmando a perspectiva de redução significativa no *deficit* em transações correntes, consistente com o cenário de depreciação da taxa de câmbio, retração da demanda interna e recuperação, ainda que moderada, das economias de importantes parceiros comerciais. A continuidade do processo de ajuste macroeconômico em curso deverá seguir favorecendo, em 2016, a trajetória de fortalecimento da conta de transações correntes. Os ingressos líquidos de capitais estrangeiros seguem financiando o *deficit* adequadamente, com destaque para a entrada líquida de investimento direto no país. Adicionalmente, ressaltam-se as rolagens de títulos e empréstimos em 106%, nos primeiros onze meses deste ano.

Sobre preços, a inflação medida pela variação, em doze meses, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 10,48% em novembro, 3,92 pontos percentuais (p.p.) acima da registrada até novembro de 2014. De um lado, os preços livres acumularam variação de 8,28% em doze meses (6,76% até novembro de 2014); de outro, os preços administrados variaram 17,95% (5,83% até novembro de 2014).

No 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 dezembro 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 10,8% em 2015, 6,2% em 2016 e de 4,8% em 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 10,8% em 2015, 6,3% em 2016 e de 4,9% em 2017.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2015, de acordo com o cenário de referência, é de -3,6% (0,9 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior), e de -1,9% para 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 aumento dos riscos e deprimem os investimentos. Essas distorções se manifestam, por exemplo, no encurtamento dos horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos, bem como na deterioração da confiança de empresários. O Comitê enfatiza, também, que taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Por conseguinte, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como o de geração de empregos e de renda.

Na visão do Copom, o fato de a inflação 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 entre preços administrados e preços livres e entre preços domésticos e preços internacionais –, como também incertezas quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas neste Relatório, o Comitê nota, conforme antecipado, que esses ajustes de preços fizeram com que a inflação se elevasse em 2015, necessitando determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes. Outrossim, embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.

O Comitê observa que as expectativas referentes a 2016 têm-se elevado desde agosto, invertendo a trajetória declinante

até então. Esse movimento ascendente nas expectativas – que ocorreu em conjunto com o aumento das incertezas relacionadas aos resultados fiscais – também é observado, apesar de que em menor medida, nas projeções de mercado para 2017 e 2018. Esses fatos constituem claro e importante sinal sobre a deterioração recente do balanço de riscos da economia, e demandam monitoramento para definição dos próximos passos na estratégia de política monetária.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição, e que o processo de realinhamento de preços relativos mostra-se mais demorado e mais intenso que o previsto.

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

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