

## Sumário executivo

---

No âmbito internacional, o Copom considera que, desde o Relatório anterior, o ambiente externo permanece especialmente complexo. Entretanto, em que pese a ocorrência de episódios de maior volatilidade afetando importantes economias emergentes, o Comitê identifica, ainda, baixa probabilidade de ocorrência de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais.

A atividade global mostrou tendência de maior moderação ao longo do horizonte relevante para a política monetária. A esse respeito, as evidências apontam taxas de crescimento mais modestas e abaixo do crescimento potencial nas economias maduras. Destacam-se também incertezas quanto aos desdobramentos da perda de dinamismo na China e suas implicações para a economia mundial. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*.

Os preços de ativos domésticos evoluíram de acordo com mudanças na percepção de risco da economia brasileira. Mesmo em cenário de aumento na aversão ao risco global, repercutindo incertezas associadas às alterações introduzidas na política cambial chinesa e ao ritmo de atividade global, os prêmios de risco domésticos flutuaram principalmente de acordo com desenvolvimentos locais. No horizonte relevante para a política monetária, o Comitê ressalta que as incertezas referentes ao processo de recuperação dos resultados fiscais e ao desenvolvimento de eventos não econômicos influenciam, e continuarão a influenciar, os preços dos ativos financeiros. Dessa forma, importa destacar, mais uma vez, que eventuais aumentos de volatilidade e de aversão ao risco nos mercados internacionais tendem a ser transmitidos aos ativos domésticos, de maneira discreta e incremental, mas que pode ser amplificada em função da percepção da solidez macroeconômica e financeira doméstica. Especificamente sobre a dinâmica dessa transmissão, cabe ressaltar que os efeitos da recente valorização cambial sobre os preços domésticos dependem fundamentalmente da percepção de perenidade desse movimento.

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) continuam a se ajustar, indicando ritmo de expansão da atividade doméstica neste ano inferior ao previsto anteriormente. Esse processo está sendo especialmente intensificado pelas incertezas oriundas do efeito de eventos não econômicos. Entretanto, para o Comitê, depois de um período necessário de ajustes, que se tem mostrado mais intenso e mais longo que o antecipado, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se intensificar. No que se refere ao componente externo da demanda agregada, a depreciação do real milita no sentido de torná-lo mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

São ainda aspectos relevantes do contexto doméstico, os impactos nos preços dos ativos de incertezas quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, especialmente após novo rebaixamento, em fevereiro, da nota de crédito dos títulos soberanos brasileiros por uma agência de avaliação de risco.

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, somadas a outras ora em curso, antecipam uma composição do crescimento da demanda agregada no médio prazo mais favorável ao crescimento potencial. O Comitê ressalta, contudo, que a velocidade de materialização dessas mudanças e dos ganhos delas decorrentes depende, fundamentalmente, de uma trajetória de *superavit* primários que fortaleça a percepção de sustentabilidade do balanço do setor público, além da redução de incertezas que cercam o ambiente doméstico e internacional. Ressalte-se a importância de se perseverar na promoção de reformas estruturais de forma a assegurar a consolidação fiscal em prazos mais longos.

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

considera relevante continuar reforçando as iniciativas no sentido de moderar concessões de subsídios por intermédio de operações de crédito.

Nesse contexto, a evolução das operações de crédito no trimestre encerrado em fevereiro de 2016 mostrou-se consistente com a trajetória da atividade econômica e das condições monetárias. Ressaltem-se, ainda, os impactos, sobre decisões de endividamento, decorrentes dos efeitos da retração da atividade sobre os indicadores de emprego e renda, e da manutenção, em patamar reduzido, dos indicadores de confiança de consumidores e empresários.

No que diz respeito às contas públicas, o crescimento anual registrado no *deficit* primário em 2015 repercutiu, em especial, os impactos da redução no nível da atividade econômica sobre a arrecadação e do equacionamento de passivos com bancos federais e com o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Dessa forma, ganham relevância as perspectivas de que medidas de ajuste fiscal de longo prazo sejam apresentadas e aprovadas, e contribuam para que os indicadores de endividamento retomem trajetória consistente com o ambiente de estabilidade macroeconômica.

Os indicadores do setor externo seguem refletindo os efeitos do processo de ajuste macroeconômico em curso no país. A trajetória da taxa de câmbio e a retração da atividade interna favoreceram o saldo comercial, com recuo expressivo das importações, e a redução nas despesas líquidas de serviços e de rendas. Destacam-se, nesse processo, as quedas significativas nas despesas com viagens internacionais e nas remessas líquidas de lucros e dividendos. Os investimentos diretos no país permaneceram em patamar adequado ao financiamento do *deficit* em transações correntes.

Sobre preços, a inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 1,27% em janeiro e 0,90% em fevereiro. Dessa forma, a inflação em doze meses alcançou 10,36% em fevereiro, 2,65 p.p. acima da registrada até fevereiro de 2015. De um lado, os preços livres acumularam variação de 8,97% em doze meses (7,12% até fevereiro de 2015); de outro, os preços administrados variaram 14,94% (9,66% até fevereiro de 2015).

No 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 março de 2016 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,70/US\$, e a meta para a taxa

Selic em 14,25% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,6% em 2016, 4,9% em 2017 e de 4,5% no primeiro trimestre de 2018. 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 6,9% em 2016, 5,4% em 2017 e de 5,0% no primeiro trimestre de 2018.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2016, de acordo com o cenário de referência, é de -3,5% (1,6 p.p. menor do que a estimativa considerada no Relatório de Inflação anterior).

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.

Nesse contexto, como de resto indicam as projeções apresentadas neste Relatório, o Comitê considera, conforme antecipado, que o ainda elevado patamar da inflação é reflexo dos processos de ajustes de preços relativos ocorridos em 2015, bem como do processo de recomposição de receitas tributárias observado nos níveis federal e estadual, no início deste ano, e que fazem com que a inflação mostre resistência. Ao tempo em que reconhece que esses processos têm impactos diretos sobre a inflação, o Comitê reafirma sua visão de que a política monetária pode, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.

Avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom considera que remanescem incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição, ao comportamento da inflação corrente e das expectativas de inflação. Adicionalmente, mantêm-se as incertezas em relação ao cenário externo, com destaque para a preocupação com o desempenho da economia chinesa e seus desdobramentos e com a evolução de preços no mercado de petróleo.

O Copom reitera que a demanda agregada continuará a se apresentar moderada no horizonte relevante para a política monetária. De um lado, o consumo das famílias tende a ser influenciado por fatores como emprego, renda e crédito; de outro, a concessão de serviços públicos e a ampliação da renda agrícola tendem a favorecer os investimentos. Por sua vez, as exportações líquidas apresentam melhor resultado, seja pelo aumento das exportações, beneficiadas pela depreciação do real, seja pelo processo de substituição de importações em curso. Para o Comitê, os efeitos conjugados desses elementos, o desenvolvimento nos âmbitos fiscal, parafiscal e no mercado de ativos e, neste ano, a dinâmica dos preços administrados e um hiato do produto mais desinflacionário que o inicialmente previsto são fatores importantes do contexto em que decisões futuras de política monetária serão tomadas, com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), em 2017.

O Comitê ressalta que há incertezas associadas ao balanço de riscos, principalmente, quanto ao comportamento recente das expectativas e das taxas observadas de inflação, combinados com a presença de mecanismos de indexação na economia brasileira, e quanto ao processo de recuperação dos resultados fiscais e sua composição. Some-se a isso, o fato de que o processo de realinhamento de preços relativos mostrou-se mais demorado e mais intenso que o previsto. Adicionalmente, remanescem incertezas em relação ao comportamento da economia mundial. Nesse contexto, o Comitê reitera que essas condições não permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização monetária, e que adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN, em 2016, e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017.