

# Perspectivas para a Inflação

---

Luiz Awazu Pereira da Silva

Relatório de Inflação

24 de Setembro de 2015

**I. Principal Mensagem**

**II. Ambiente Internacional**

**III. Condições Financeiras**

**IV. Atividade**

**V. Evolução da Inflação**

# I. Principal Mensagem (1)

O balanço de riscos se deteriorou, com elevações recentes de prêmios de risco, que se refletem nos preços de ativos. A estratégia de política monetária reafirma o **objetivo do BC de colocar a inflação em 4,5% a.a. ao final de 2016**, definindo condições necessárias e suficientes para atingi-lo:

**1. a manutenção do atual patamar da taxa Selic, por período suficientemente prolongado;**

mas, como não é possível ter certeza hoje se as elevações recentes de prêmios de risco são transitórias ou permanentes,

**2. isso exige da política monetária, de um lado, que se observe com atenção as causas de volatilidade e, de outro, que se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação do Copom em relação à meta.**

# I. Principal Mensagem (2)

Além do nosso processo de ajuste (com seus componentes externo, monetário e fiscal), **está em curso uma série de eventos não-econômicos** que afetam a confiança e aumentam a volatilidade dos mercados no Brasil

**A comunicação recente de autoridades monetárias de países avançados** não está sendo suficientemente clara para guiar os mercados globais e dissipar dúvidas sobre o crescimento global; essas incertezas têm aumentado a volatilidade dos preços de ativos de países emergentes em geral, exacerbando percepções negativas locais em casos específicos como o Brasil

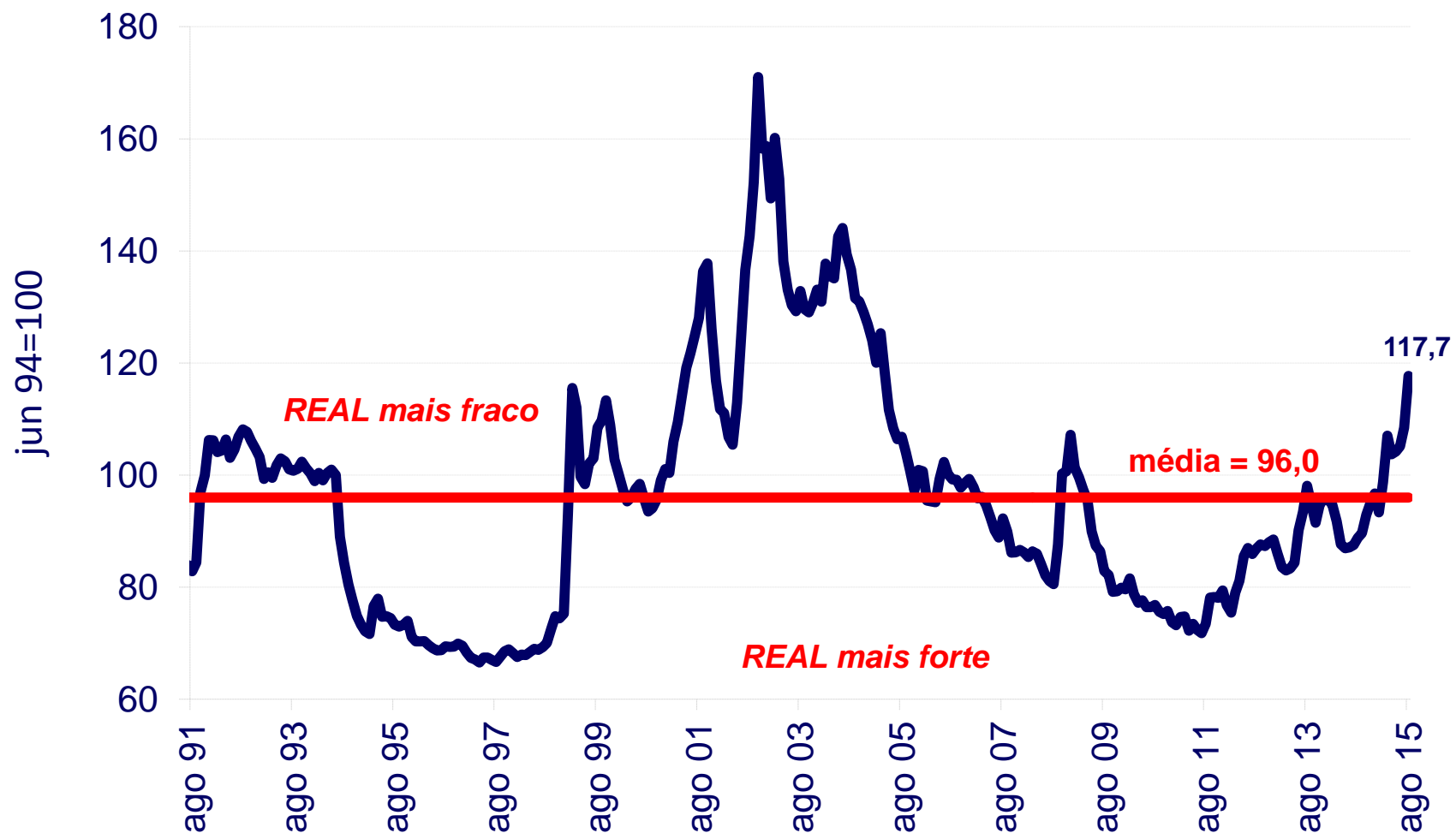
**Nesse contexto, é preciso calma e discernimento analítico e evitar reatividade excessiva;** é necessário prosseguir nas políticas anunciadas, separar as causas da volatilidade, dar direção ao mercado e preservar a sua funcionalidade

# Primeiros Resultados do Ajuste em 2015

- Processo de ajuste macroeconômico em curso é padrão, relevante e necessário; ajuste com três componentes (externo, monetário e fiscal); e duas fases (quantidade, preço)
- Ajuste está produzindo resultados esperados em dois componentes (externo e monetário, e.g., melhora das contas externas, forte desinflação contratada para 2016, expectativas de mercado 9,3% → 5,7% ou cerca de 360bps); mas precisa ser consolidado no componente fiscal que está afetando prêmios de risco e pode desancorar expectativas de inflação
- Precisamos fortalecer a política econômica e fundamentos; reforçar a preparação para normalização externa; e construir base sólida para novo ciclo de crescimento sustentável

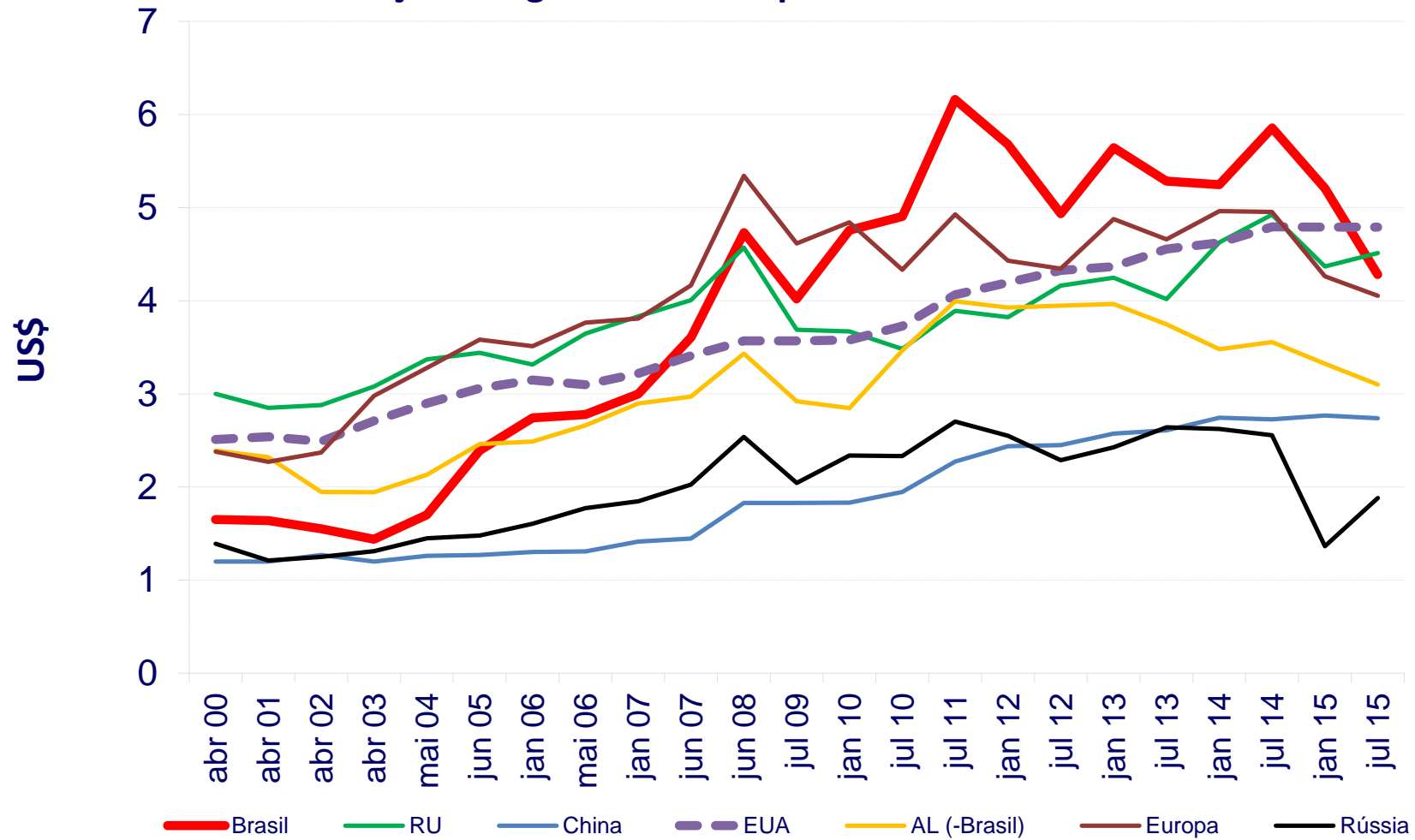
# Ajustando a Taxa de Câmbio Efetiva Real (REER)

cesta de 15 moedas

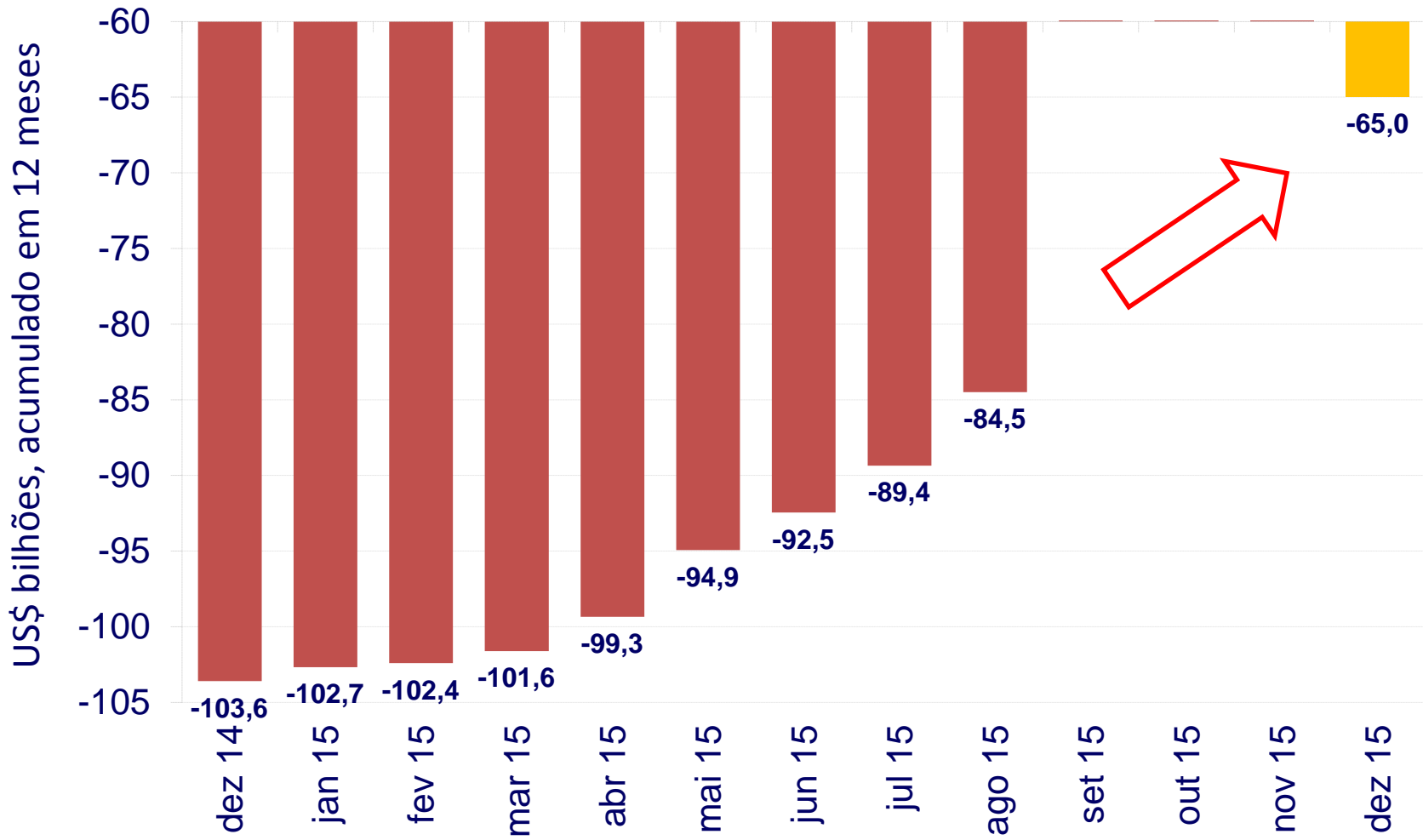


# Um Exemplo mais Conhecido: Índice Big Mac

Preço do Big Mac em US\$ pela taxa de câmbio corrente



# Setor Externo Ajustando: Projeção –US\$65 bi em 2015

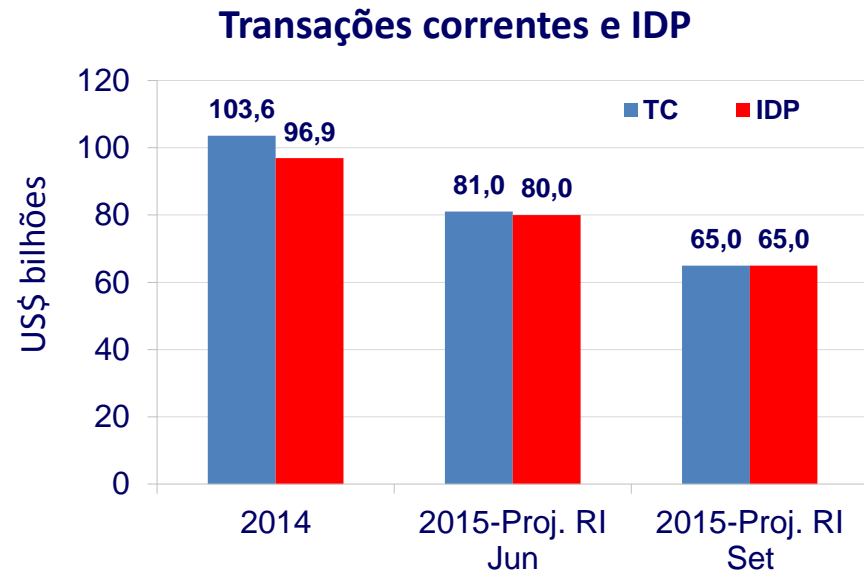




# Boxe: Projeções para o Balanço de Pagamentos

## Revisão para 2015 mostra intensificação da redução do deficit:

- Estimativa do *deficit* em conta corrente de US\$81 bilhões para US\$65 bilhões (3,7% do PIB) para 2015.
  - maior *superavit* comercial, de US\$3 bilhões para US\$12 bilhões (*deficit* de US\$6 bilhões em 2014) ;
  - recuo de US\$3 bilhões nas despesas líquidas de lucros e dividendos, atingindo US\$18 bilhões
- A estimativa de ingressos líquidos de investimento direto no país foi reduzida de US\$80 bilhões para US\$65 bilhões, financiando integralmente as transações correntes
- Projeta-se ingresso líquido de US\$31 bilhões em ações e títulos no país (denominados em reais), redução de US\$10,5 bilhões em relação à estimativa anterior
- A taxa de rolagem para títulos e empréstimos de longo prazo, no exterior, foi mantida em 100%

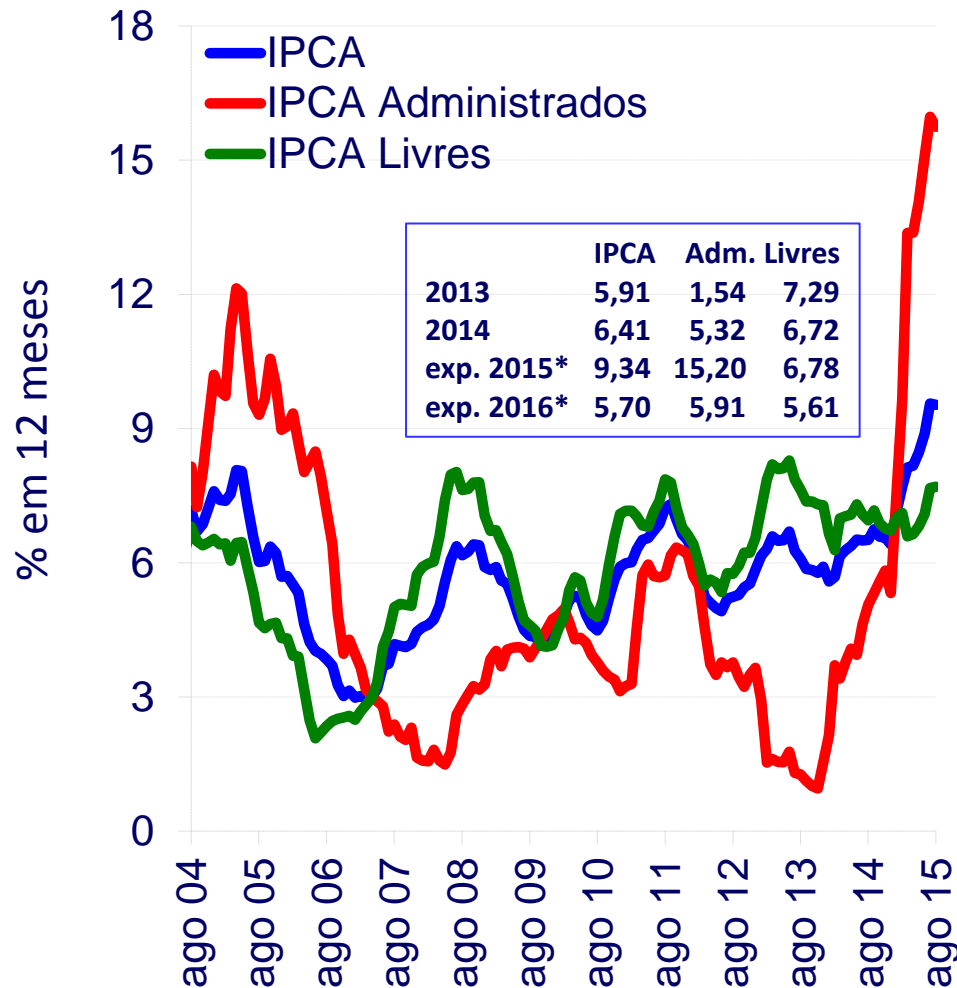


2014: IDP financiou **94%** do déficit

2015: IDP deverá financiar **99%** do déficit (na projeção do RI-Jun)

2015: IDP deverá financiar **100%** do déficit (na projeção do RI-Set)

# Ajuste de Preços Relativos: Administrados x Livres



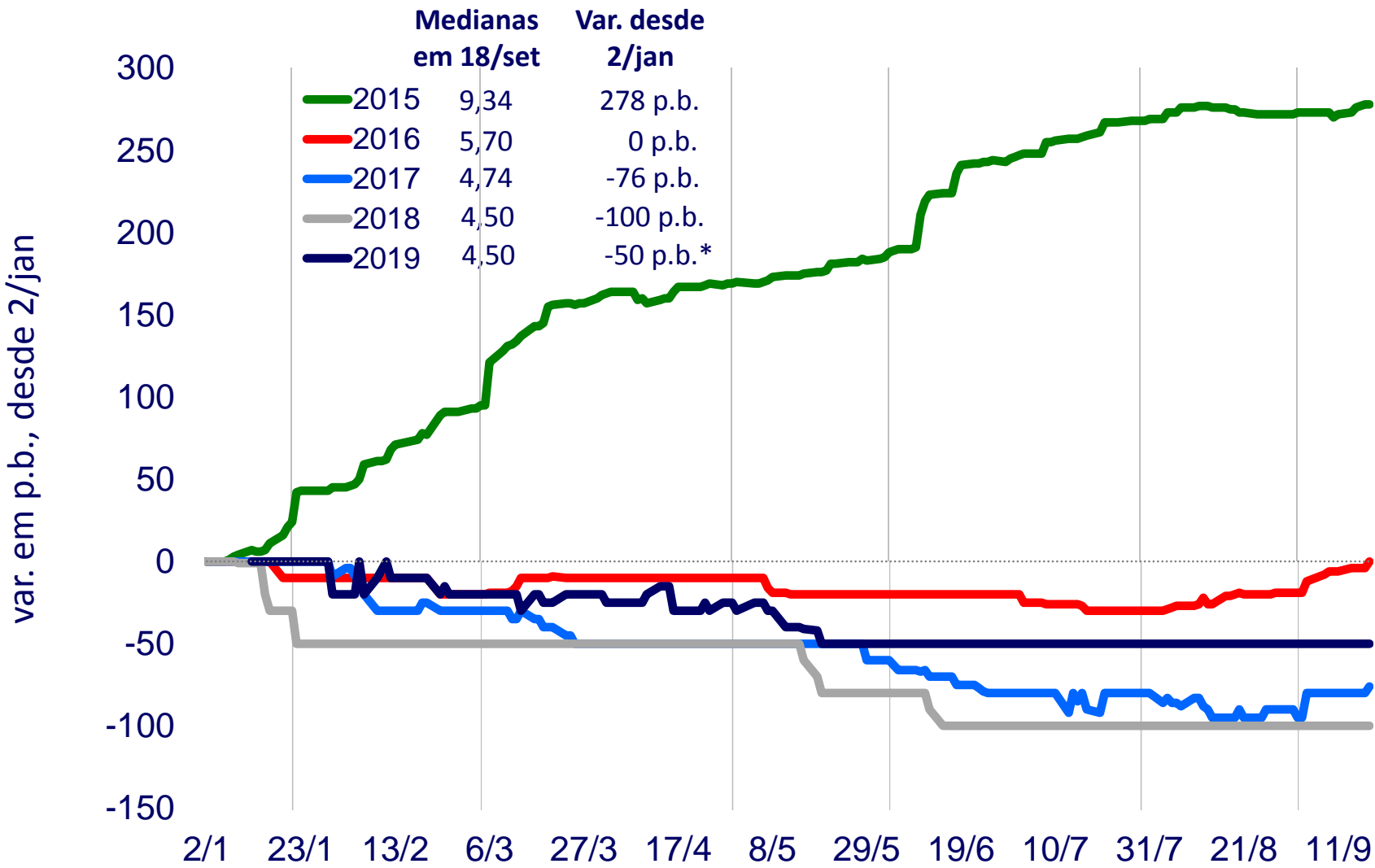
- Ajuste de preços administrados (15,75% em 12 meses) é parte do ajuste fiscal (e.g., tarifas de eletricidade, CIDE, etc.)
- Redução de subsídios leva à melhora do perfil da dívida pública e da alocação de recursos na economia (aumento da TJLP, redução nos empréstimos ao BNDES; PSI, etc.)

\*mediana das expectativas em 18/9

# Ajustes de Preços Impactam Inflação, Conta Corrente

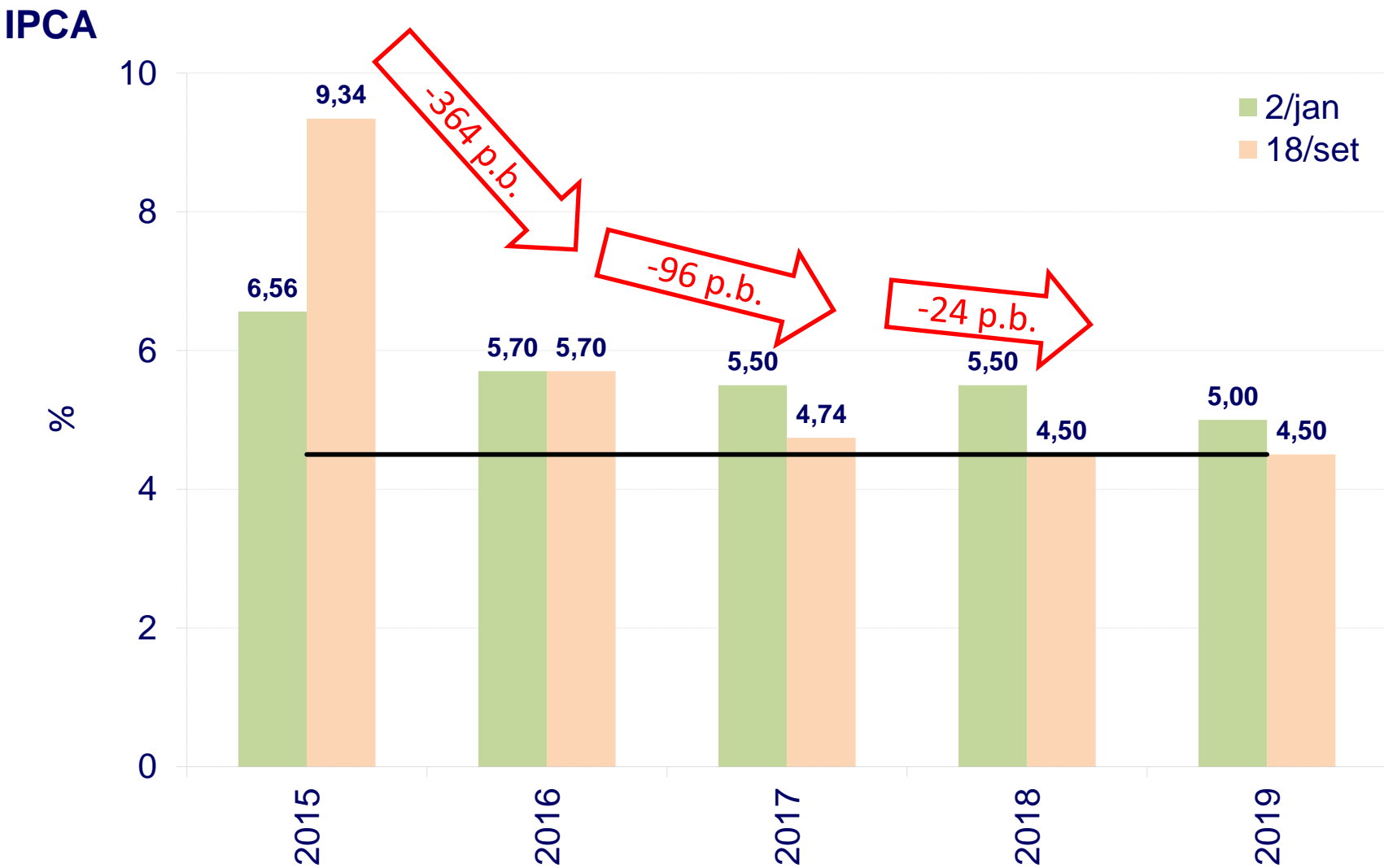
- O duplo ajuste de preços relativos (administrados e externos) impacta a inflação em 2015, elevando a inflação acumulada em doze meses, e contribui para melhora das contas externas
- É objetivo da política monetária impedir a transmissão desse impacto inflacionário para 2016 e para prazos mais longos
- A política monetária pode, deve e está contendo os efeitos de segunda ordem, para circunscrevê-los a 2015
- Por isso, deve manter-se vigilante para assegurar a convergência da inflação à meta de 4,5% no final de 2016

# Expectativas Ancoradas no Médio Prazo (1)



linhas verticais: Copoms, dados até 18/9 \*para 2019, variação desde 12/1/15

# Expectativas Ancoradas no Médio Prazo (2)



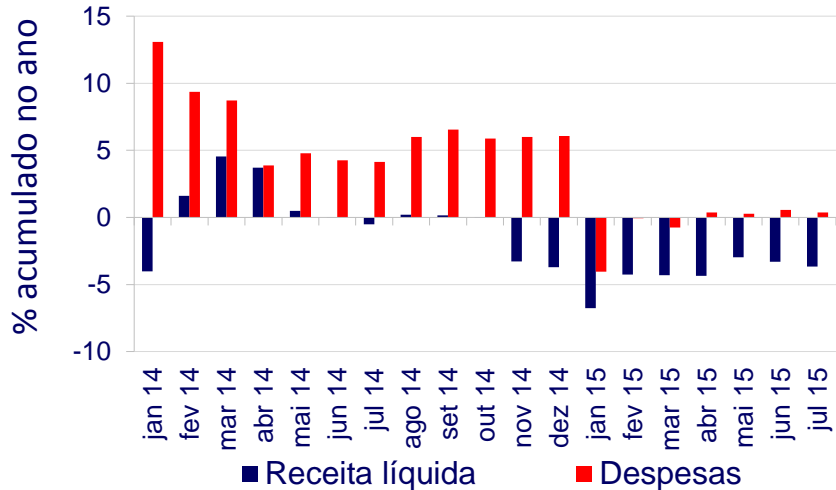
\*para 2019, expectativa em 12/1/15

# Incertezas do Ajuste Fiscal Impactam Prêmios de Risco

- O ajuste fiscal em curso já endereçou vários problemas como correção de preços administrados, cortes de despesas e redução de subsídios
- Foram reduzidos significativamente o crescimento do crédito direcionado e os subsídios implícitos associados
- Porém, perda de dinamismo da economia, em parte relacionada a eventos não-econômicos, levou à frustração de receitas e piora do quadro fiscal programado para 2015
- Mudança de parâmetros para metas e PLOA não foram compatíveis com expectativas e se refletiram em risco
- Por isso, **PM necessita de ancoragem fiscal** para assegurar a convergência da inflação à meta de 4,5% no final de 2016

# Política Fiscal em Transição, Parafiscal Ajustando

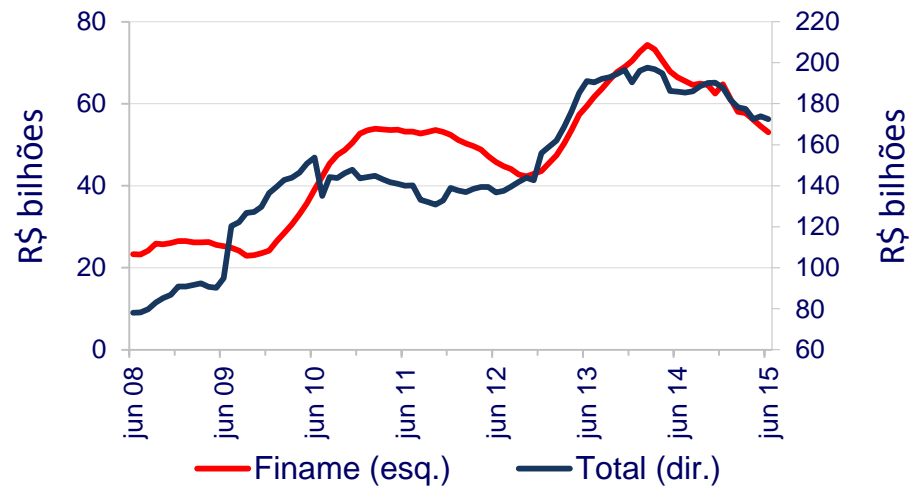
Crescimento Real (IPCA), Governo Central



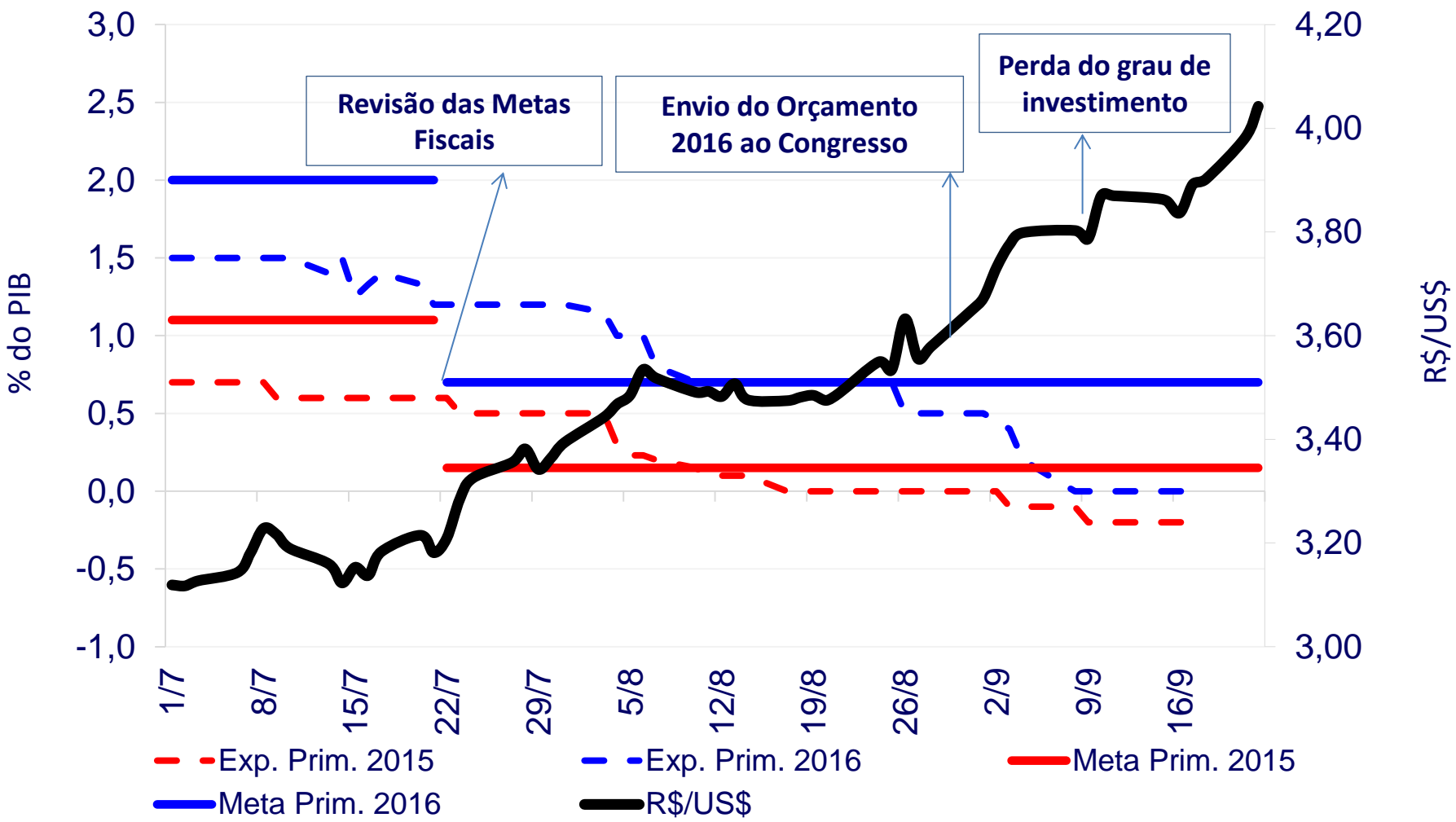
- Redução real das despesas desde final de 2014
- Mas crescimento abaixo do ciclo das receitas reais

- Redução dos desembolsos do BNDES desde final de 2014

Desembolsos do BNDES em 12 Meses



# Evolução do Câmbio sob Efeito Expectativas para o Primário



expectativas até 18/9, outros dados até 22/9



# Câmbio BRL per 1US\$ (23/9) Reflete Prêmio de Risco

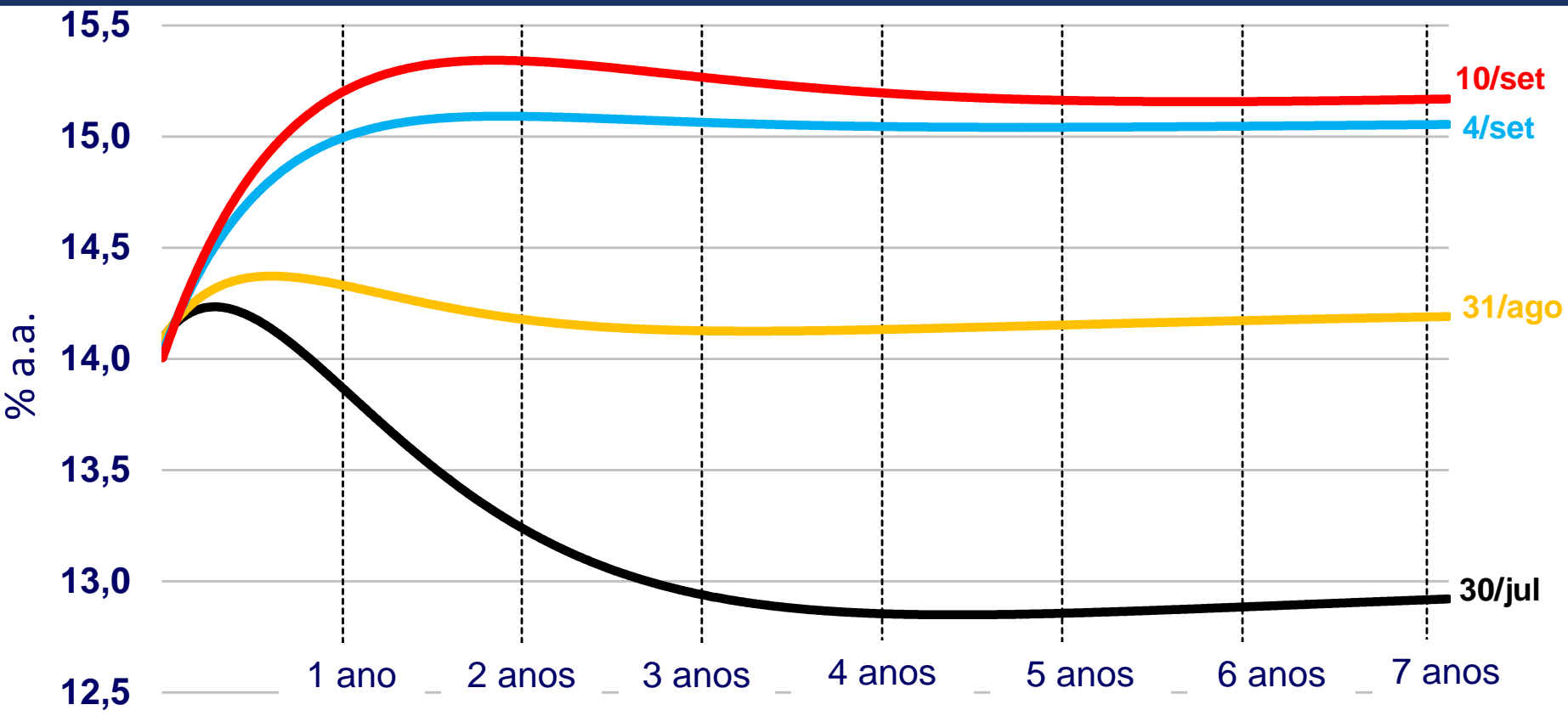
Anual



Últimos 5 dias



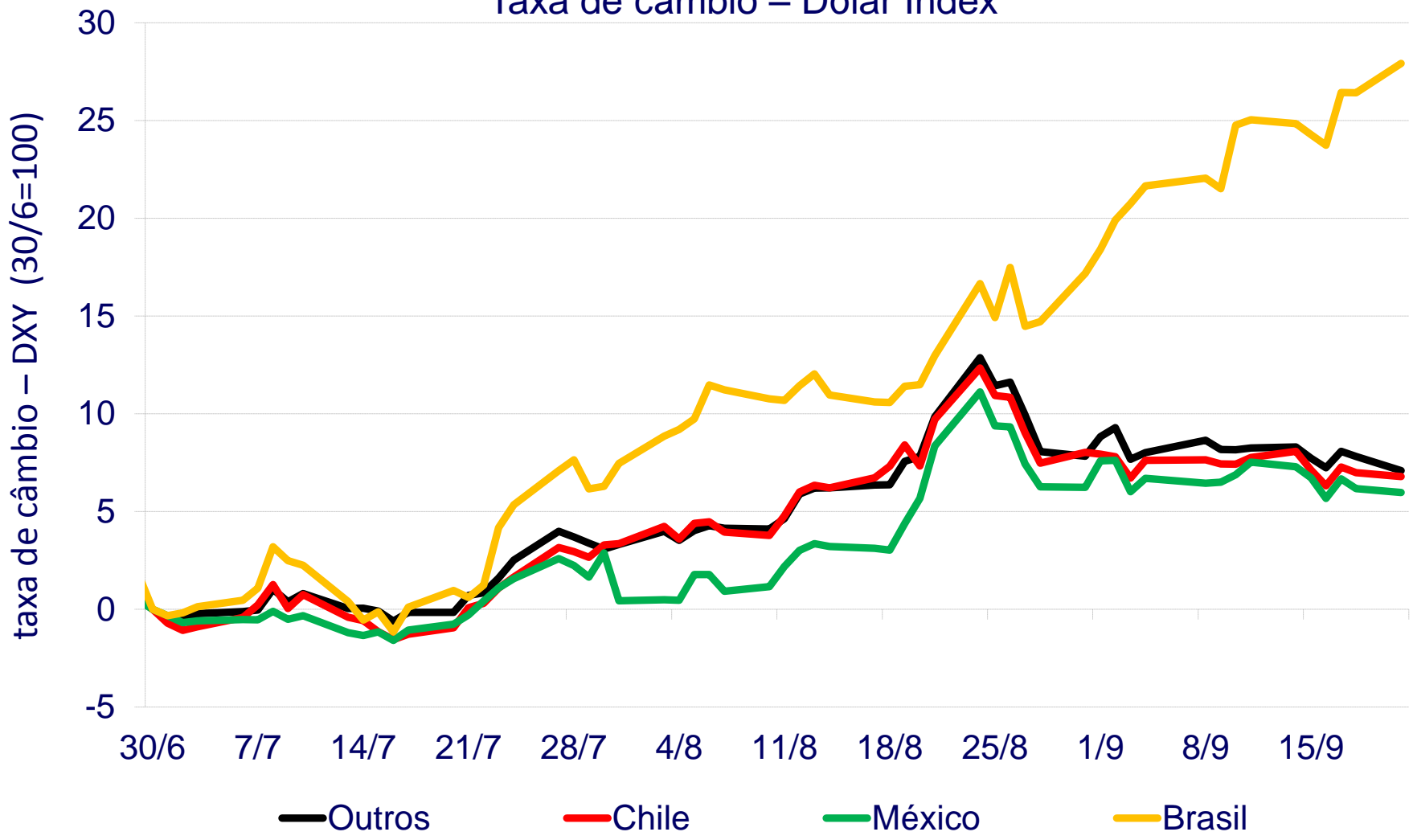
# Curva de Juros – DI futuro, com Selic a 14,25%



- 30/7 – Decisão do Copom e respectivo comunicado com “manutenção de patamar de juros por período suficientemente prolongado”
- 31/8 – Envio ao Congresso do Projeto de Lei do Orçamento de 2016
- 4/9 – Percepção do mercado de riscos associados ao ajuste fiscal
- 10/9 – Dívida soberana do Brasil perde o grau de investimento pela agência de risco Standard & Poor’s

# Câmbio (US\$) na AL acima do Dólar Index

Taxa de câmbio – Dólar Index

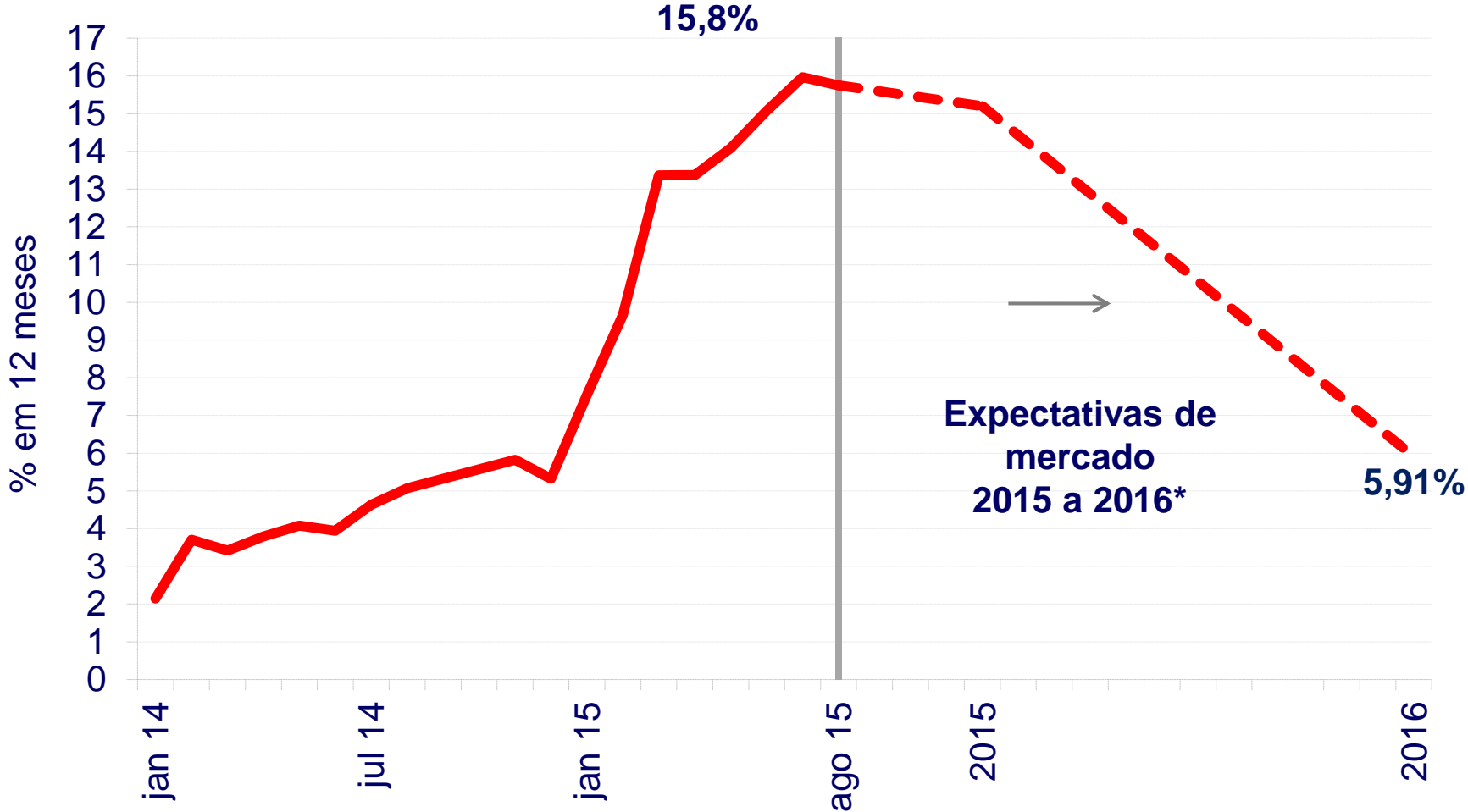


outros = média (Argentina, Peru, Colômbia e Uruguai), dados até 21/9

# Balanço de Riscos para a Inflação de 2016

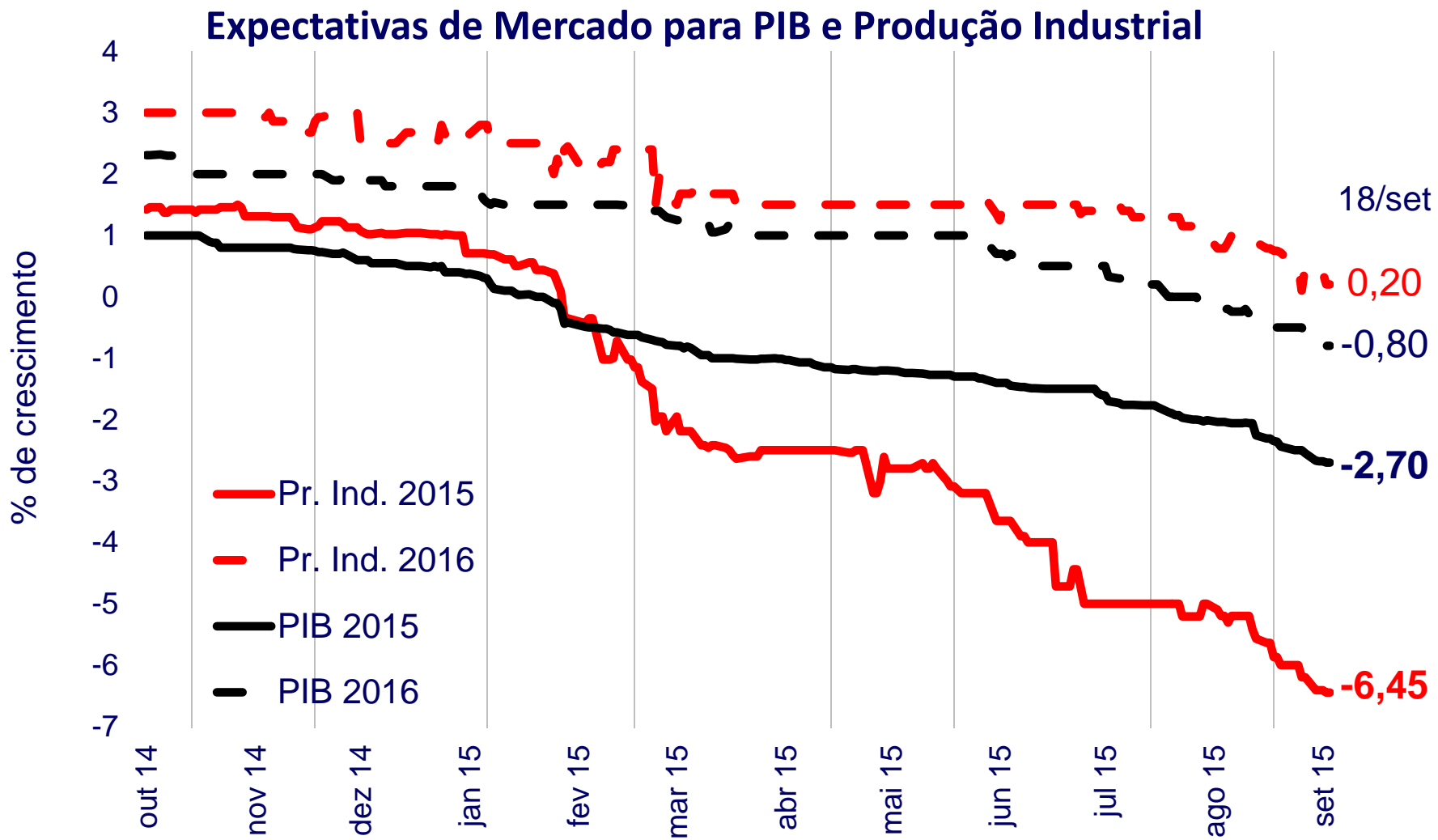
- Contexto: realinhamentos de preços circunscritos a 2015; a trajetória da inflação acumulada em 12 meses terá efeito descarte significativo no 1º T de 2016; efeito defasado e cumulativo da ação da Política Monetária
- Fator 1: Queda acentuada na atividade, eventos não-econômicos. Transmissão dos ajustes de preços relativos dá-se com processo de distensão do mercado de trabalho; diminuição da intensidade de repasses dos ajustes de preços (inclusive *pass-through* cambial) na fase atual do ciclo
- Fator 2: Elevação mais recente dos prêmios de riscos nos mercados de câmbio e juros; incertezas sobre intensidade e tempestividade do ajuste fiscal alimenta volatilidade

# Contexto: IPCA Administrados Acum. e Projetado até 2016



\*posição de 18 set

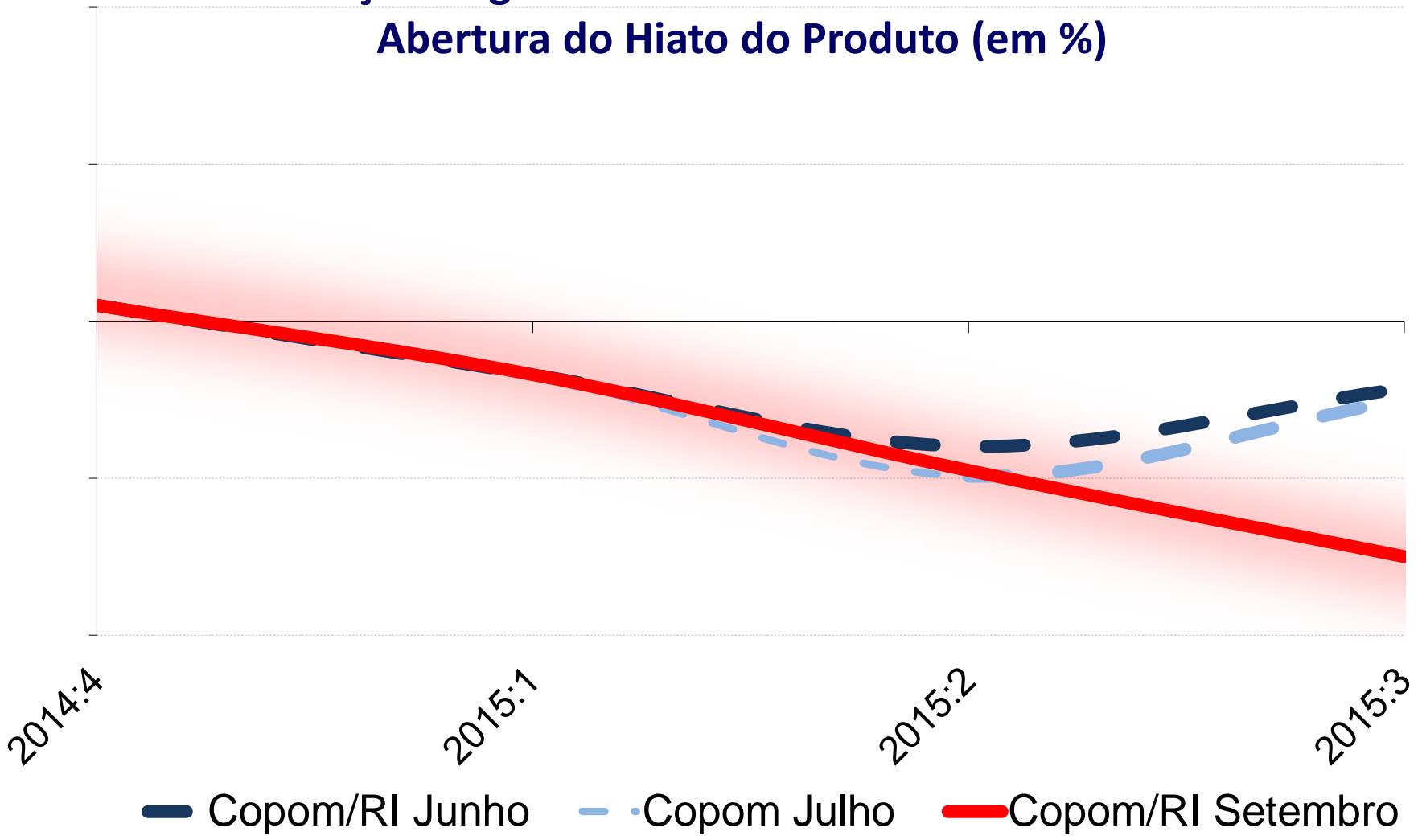
# Fator 1: Forte Desaceleração Atividade (PIB e Prd. Industrial)



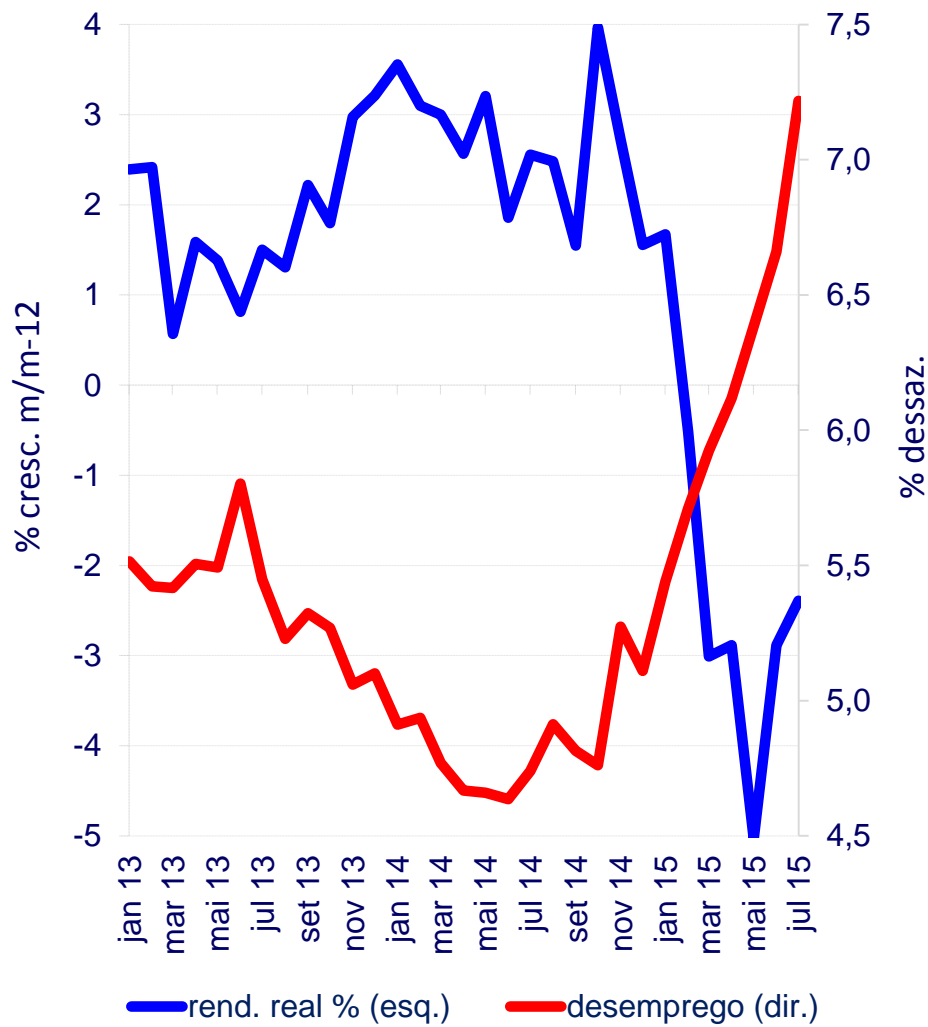
linhas verticais: Copoms

# Fator 1: Efeito da Atividade na Maior Abertura Hiato

## Alterações Significativas entre Junho e Setembro na Abertura do Hiato do Produto (em %)



# Fator 1: Distensão em Curso no Mercado de Trabalho (1)

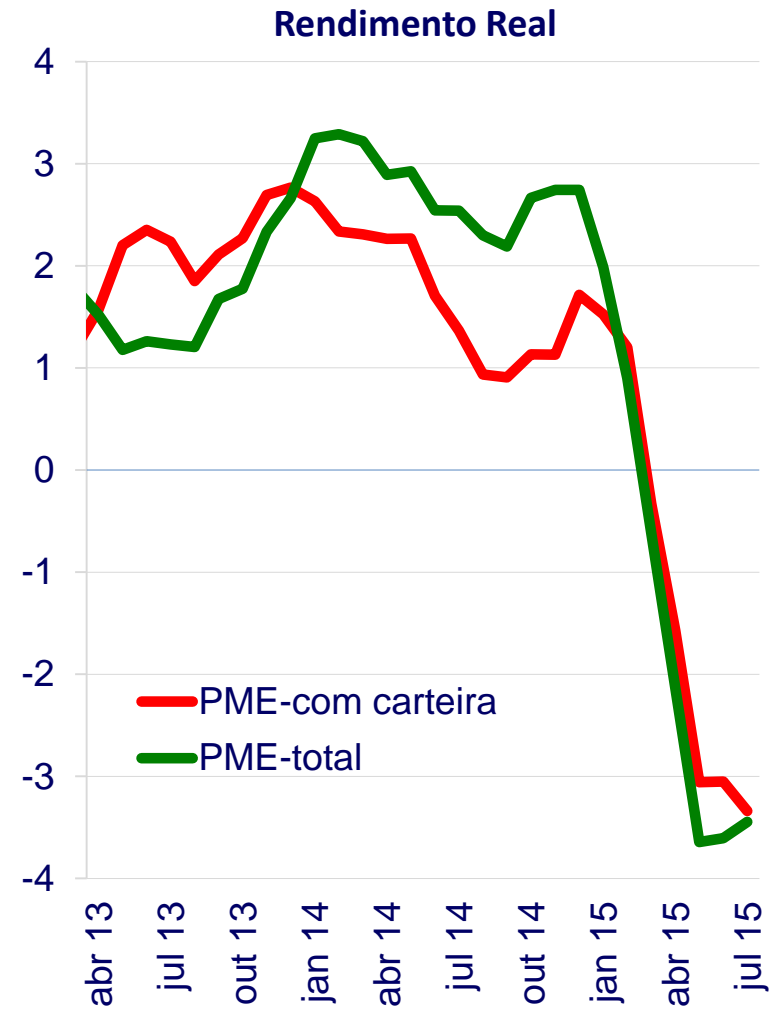
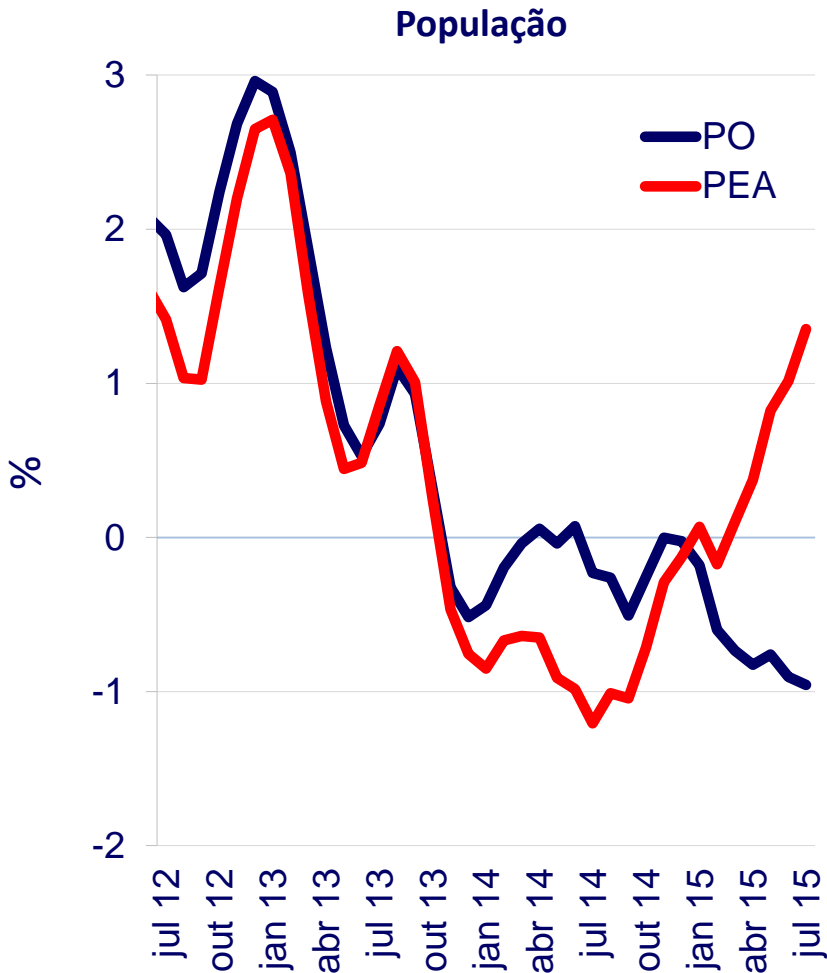


- Processo em curso acelerou-se; ajustes podem ocorrer como combinação de quantidade e preço
- Retorno de jovens e idosos tende a contribuir para o aumento da produtividade no setor de serviços
- Maior competição pode favorecer adequação de salários e produtividade; maior retorno sobre “anos de educação” cria incentivos para melhorar capital humano e produtividade



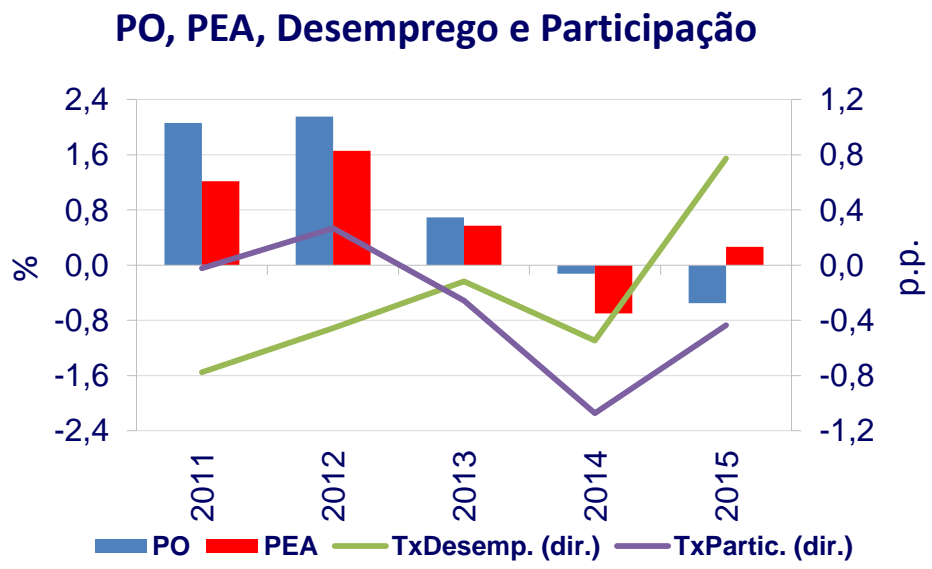
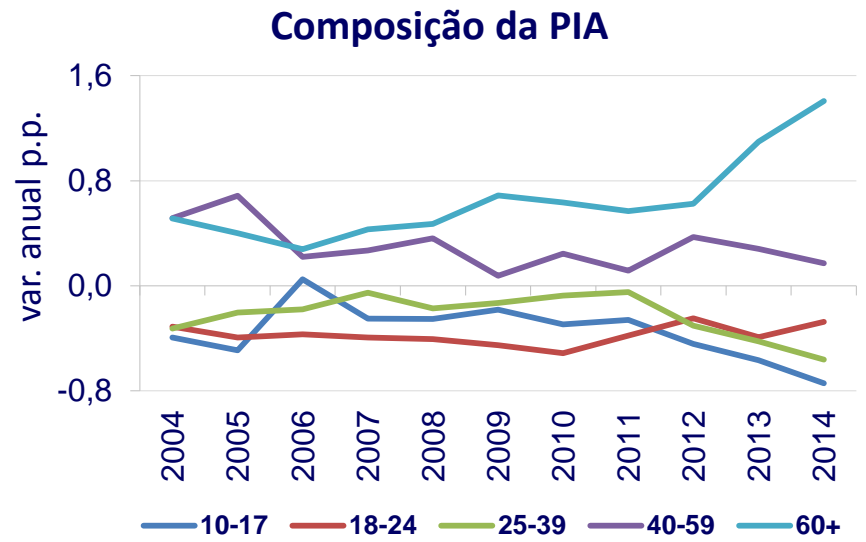
# Fator 1: Distensão em Curso no Mercado de Trabalho (2)

## Variação Interanual da Média Móvel de 3 Meses

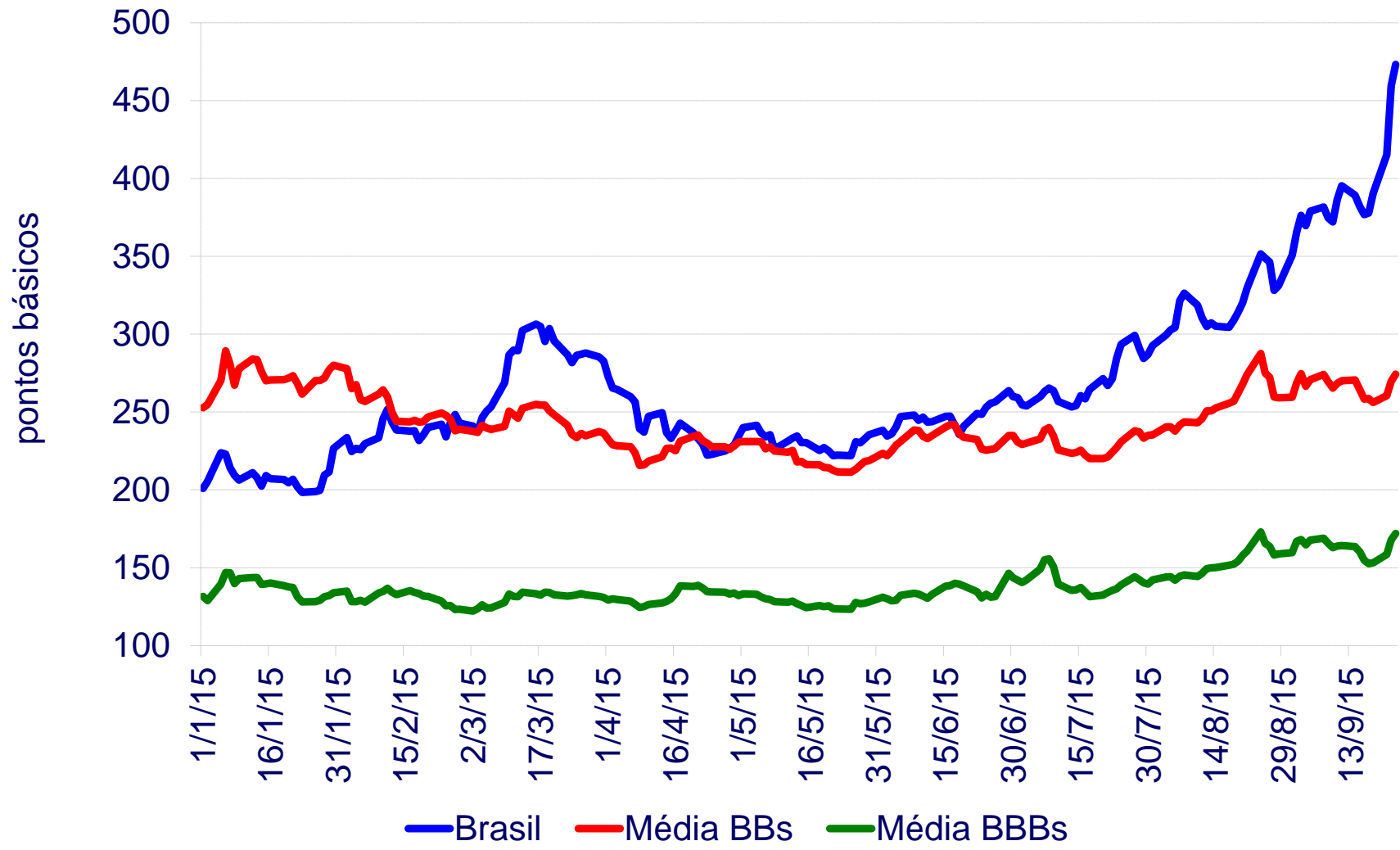


# Boxe: Efeito da Demografia sobre a Taxa de Participação

- Evolução demográfica influenciou variações recentes da taxa de participação
- O boxe evidencia que aproximadamente um terço do recuo na taxa de participação observado entre o final de 2012 e o final de 2014 deveu-se à variação da composição da PIA
- Em 2015, as taxas de participação de jovens e idosos apresentaram aumento, com impacto importante na taxa de participação total, o que contribuiu para a aceleração do ritmo de crescimento da taxa de desemprego



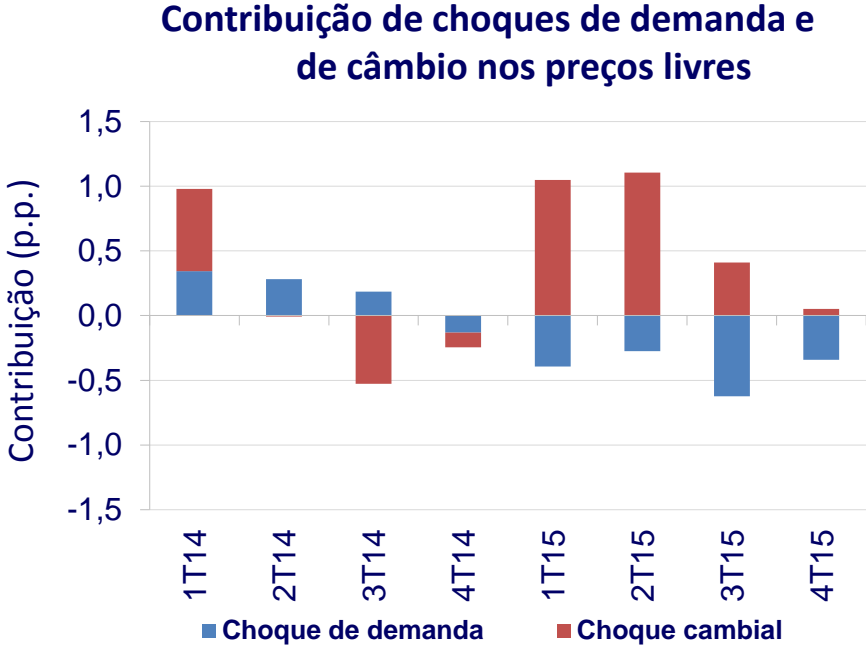
# Fator 2: Prêmio de Risco, CDS 5y Brasil, BBBs e BBs



\*até 23 set

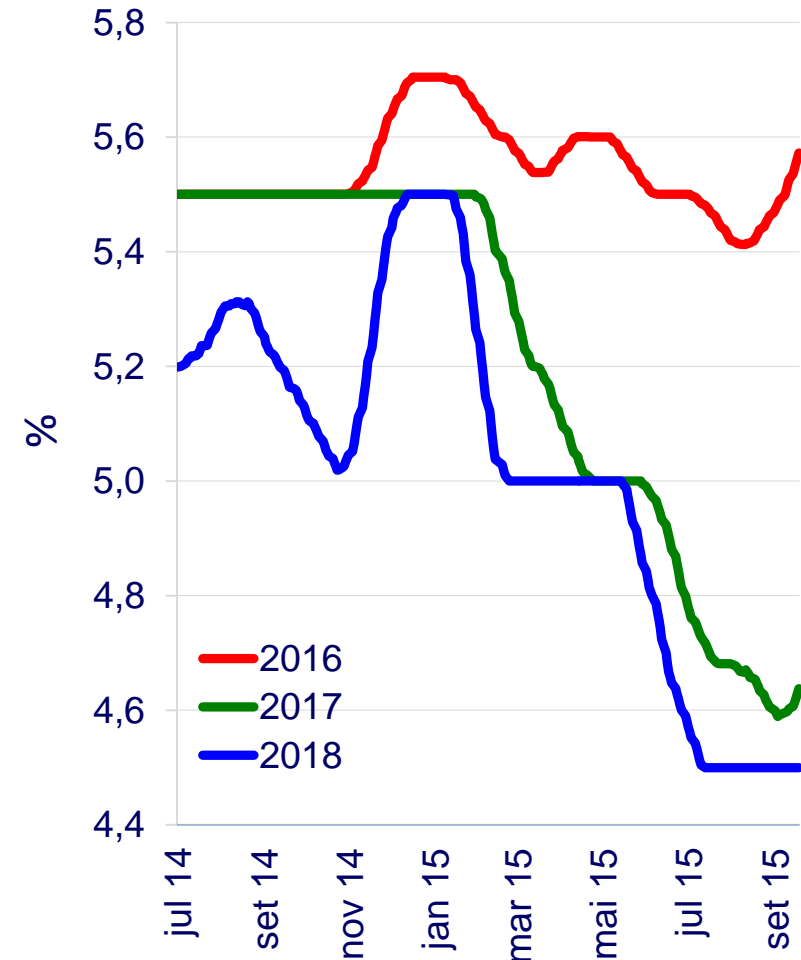
# Boxe: Impacto da Atividade e Câmbio sobre a Inflação de Preços Livres

- Busca verificar, especificamente, como o desaquecimento da atividade econômica tem contribuído para contrabalancear os efeitos da depreciação do Real sobre a inflação de preços livres
- Choques de demanda contribuíram negativamente para a trajetória da inflação de preços livres contrapondo-se aos choques cambiais
- Em termos líquidos, a contribuição positiva do câmbio foi superior à contribuição negativa da demanda em cerca de 1,5 p.p. no primeiro semestre (de uma variação de 4,50% da inflação no mesmo período)



# Debate e Boxe: Inércia Inflacionária e Expectativas de Inflação

- Avalia o impacto dos componentes de inércia e de expectativas sobre a dinâmica inflacionária no Brasil
- As estimações realizadas sugerem que a inflação corrente depende de maneira importante da inflação passada
- Em relação ao termo de expectativas, as previsões dos agentes, para prazos mais curtos, são fortemente dependentes de desenvolvimentos recentes, principalmente na inflação e na taxa de câmbio. Para prazos mais longos, ganham importância a postura da política monetária e a meta de inflação



# Situação Atual exige Atenção: Observar para Corrigir

- Ajuste 2015 estava em curso com melhora de fundamentos e percepção: convergência para meta da inflação, melhora externa, preços de ativos estável, melhora da confiança dos agentes
- Deterioração recente afetou percepções, aumentou prêmios de riscos e houve *downgrading* da nota soberana; é preciso reverter para o quadro de julho de 2015 e implementar programa fiscal adicional de ajuste proposto e em discussão; condição essencial para o sucesso dos outros componentes do ajuste
- Com isso, mercado doméstico robusto com *low hanging fruits*, oportunidades de investimentos que continuam presentes
- Melhor contribuição da política monetária para reduzir volatilidade e favorecer crescimento é colocar a inflação na meta de 4,5% no final de 2016 e ancorar expectativas no médio-longo prazos

# Balanço de Riscos Final Brasil Set. 2015:

- Riscos para cima com a subida de prêmios de risco e câmbio
- Riscos para baixo em termos de atividade (e.g., aceleração do processo de distensão no mercado de trabalho, moderação da demanda e do crédito)
- PM atuou para endereçar a inflação, posicionando a economia para enfrentar a normalização do FED; no atual stress, é necessário ter **discernimento e calma para evitar reatividade excessiva**; prosseguir com a política monetária já anunciada, identificando possíveis excessos em certos prêmios de risco e permanecendo atento à implementação dos compromissos do componente fiscal do processo de ajuste

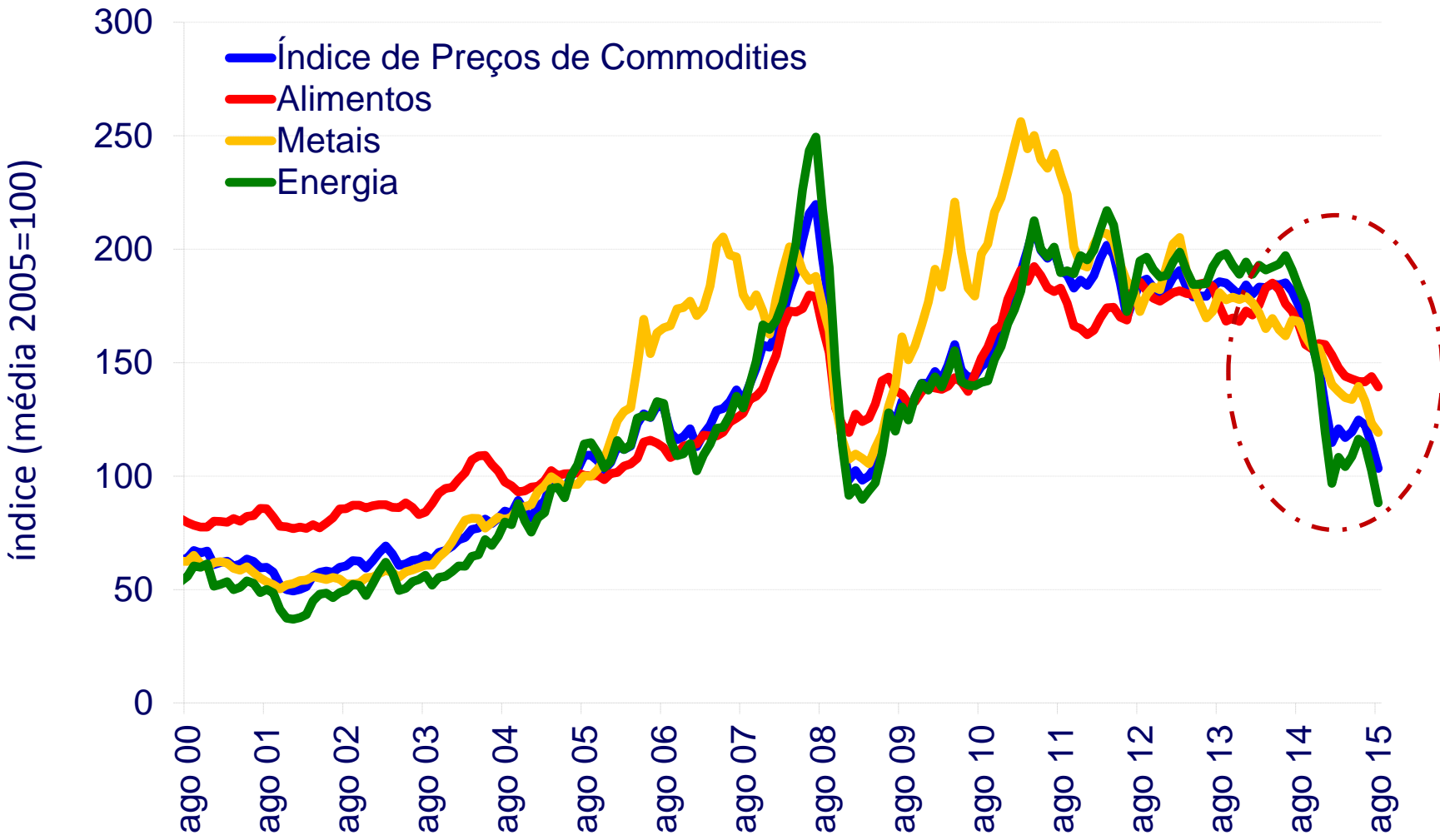
# II. Ambiente Internacional

- Apesar de sinais de recuperação da atividade em algumas economias maduras, a decisão sobre normalização dos juros pelo Fed se revela mais complexa, contrapondo dados que justificam *wait-and-see* vis-à-vis riscos de ficar *behind the curve*
- Incerteza e mais fator China (desaceleração estrutural) pode estar adicionando maior volatilidade nos mercados financeiros
- Moderação em curso dos preços de *commodities* sinaliza final do super-ciclo altista
- Esse contexto favorece volatilidade, fortalecimento do dólar frente a moedas de mercados emergentes, questiona estabilidade financeira de emergentes e sugere processo de ajuste nas frentes cambial, monetária e fiscal; alguns países importadores líquidos melhoram; maioria não; Brasil adiantado no seu dever de casa

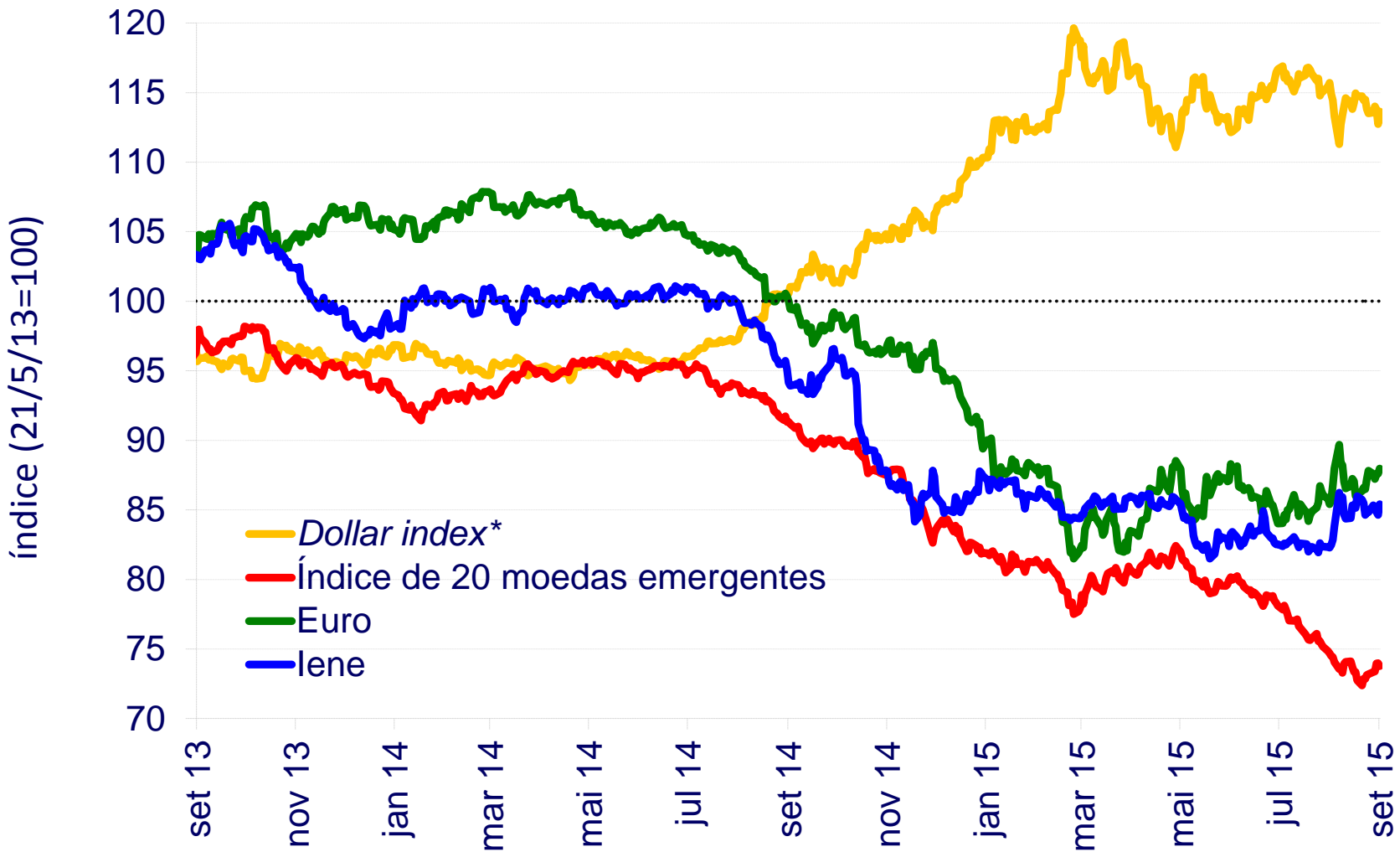


# Preços de *Commodities* em Queda

Índice de *commodities* e subíndices calculados pelo FMI



# Dólar frente a Algumas Moedas



dados até 18/9; \*dollar index: mede o valor internacional do dólar contra cesta das seis maiores moedas de reserva do mundo (franco suíço, dólar canadense, iene japonês, libra esterlina, euro e coroa sueca)

# Retrospectiva – Exterior (desde 2º T 2015)

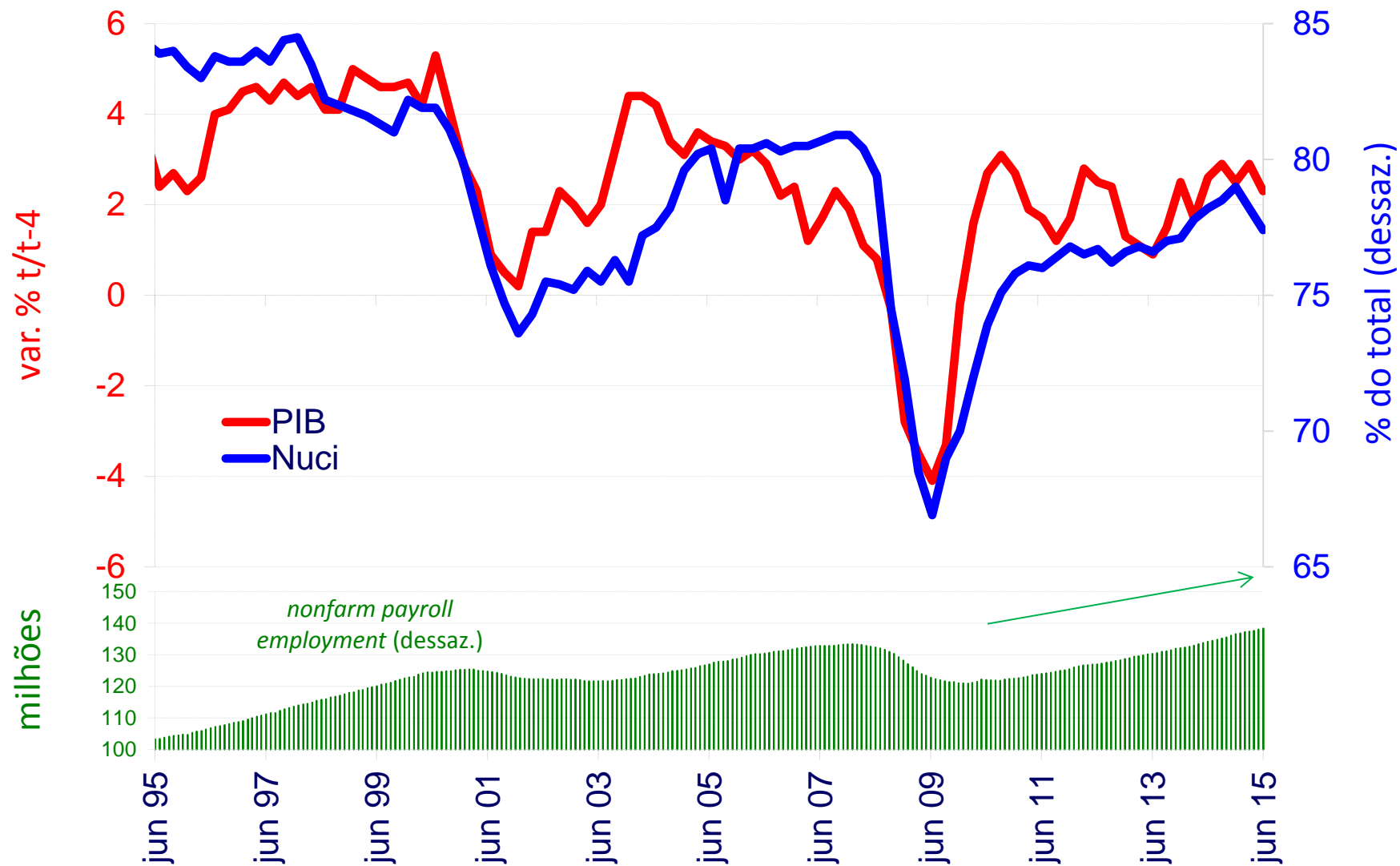
- Desde o 2º T de 2015, a aversão ao risco se elevou em função de:
  - dificuldades nas negociações com a Grécia;
  - recuo nas bolsas chinesas e flutuação da moeda local;
  - recuo de preços de *commodities*; e
  - incertezas quanto ao *liftoff* nos EUA.
- Este contexto engloba:
  - recuperação econômica desigual no G3;
  - desvalorização das moedas de economias emergentes e exportadoras de *commodities*.

# Perspectivas – Exterior 2015-2016

---

- Ao longo do horizonte relevante para a política monetária, perspectivas de crescimento assimétrico dentro do G3 (e.g., melhora nos EUA, QE na Europa e Japão), e crescimento baixo nas economias emergentes.
- Condições de financiamento mais rígidas para a maioria das economias emergentes.

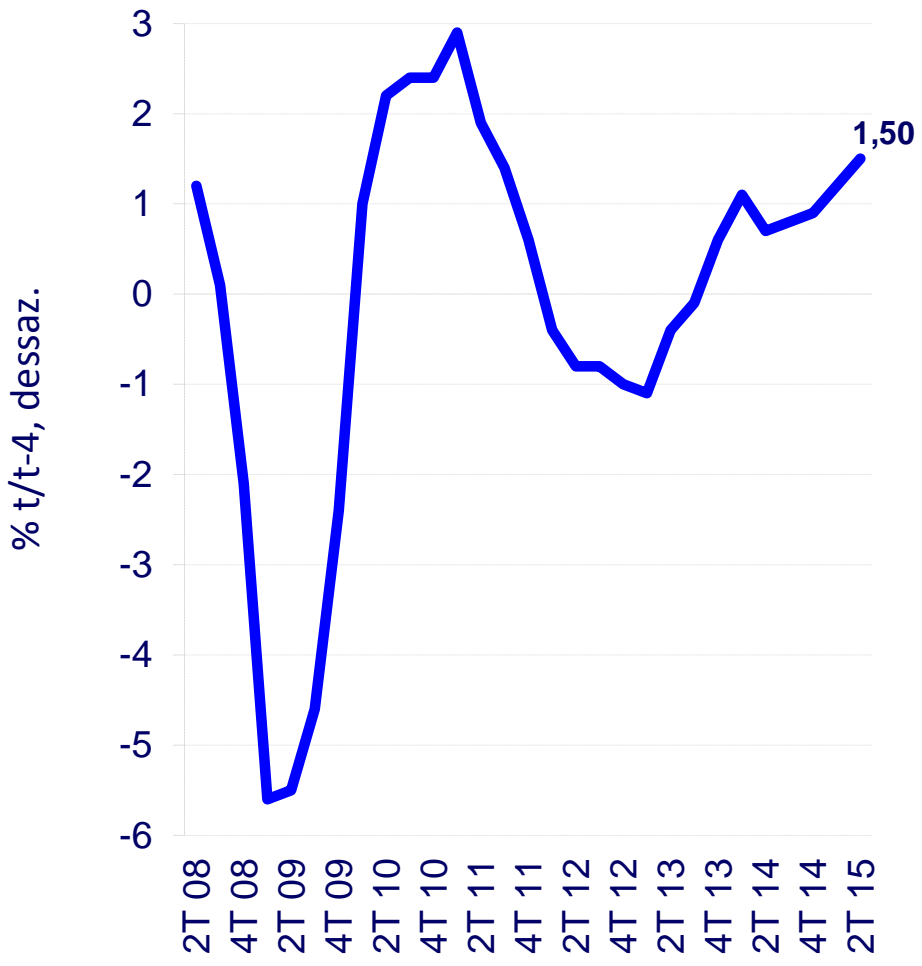
# Recuperação da Economia dos EUA



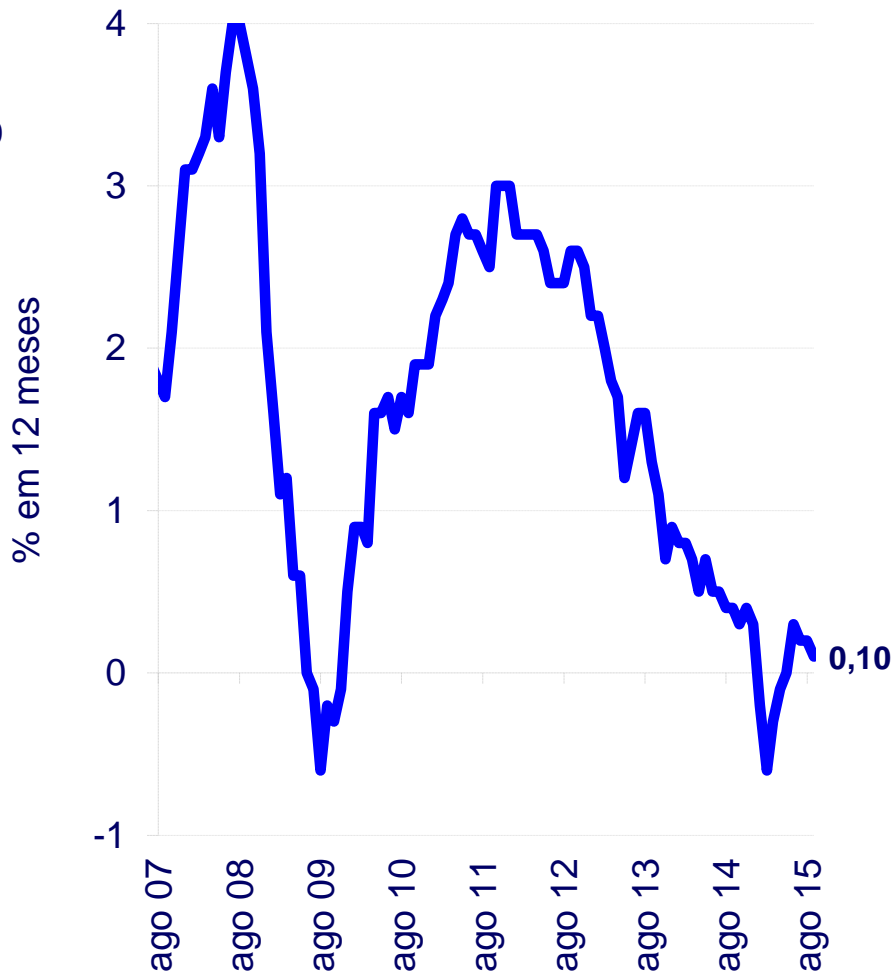
Fontes: U.S. BEA; Federal Reserve e U.S. BLS

# Europa – Crescimento e Inflação

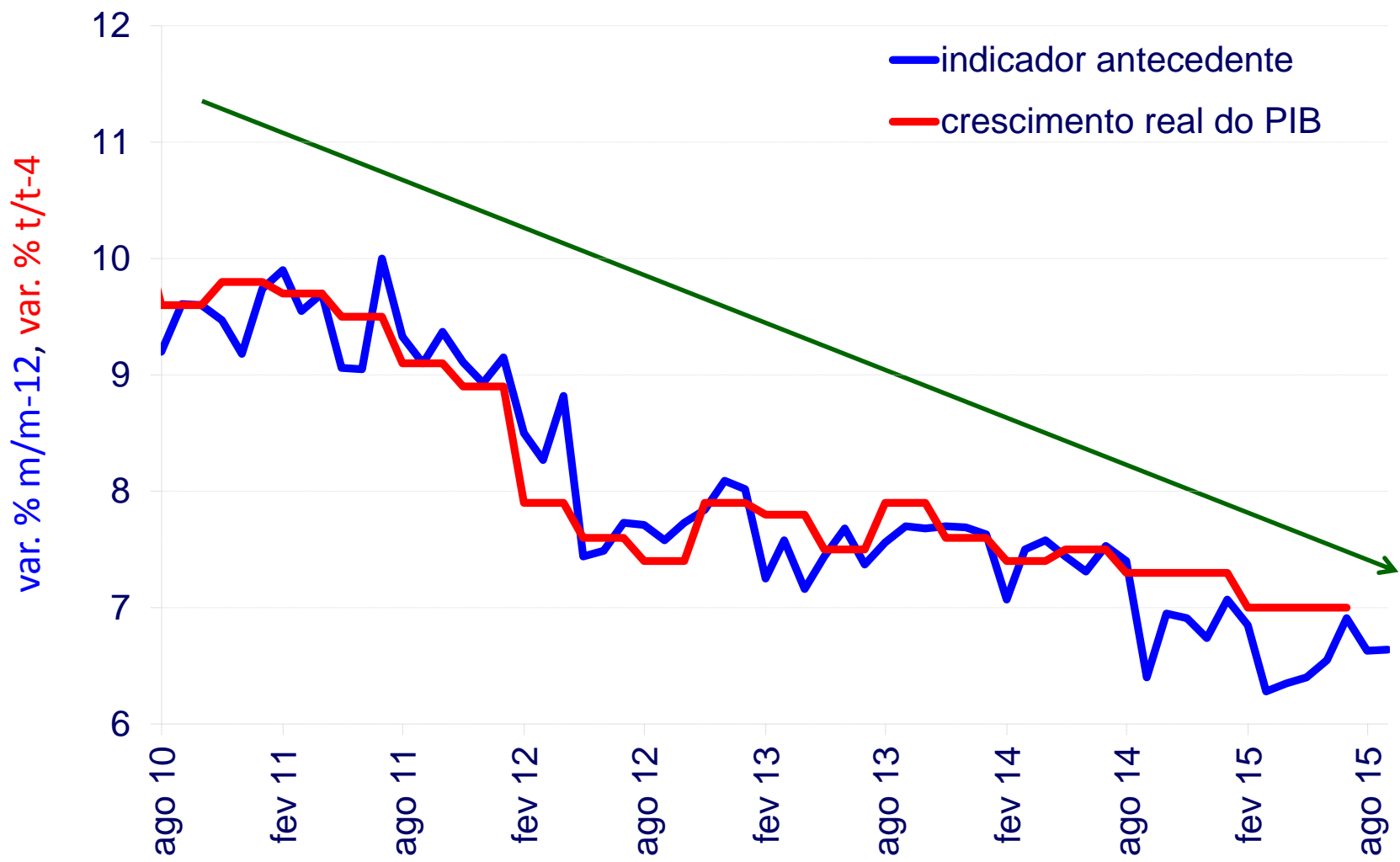
Crescimento do PIB – Área do Euro



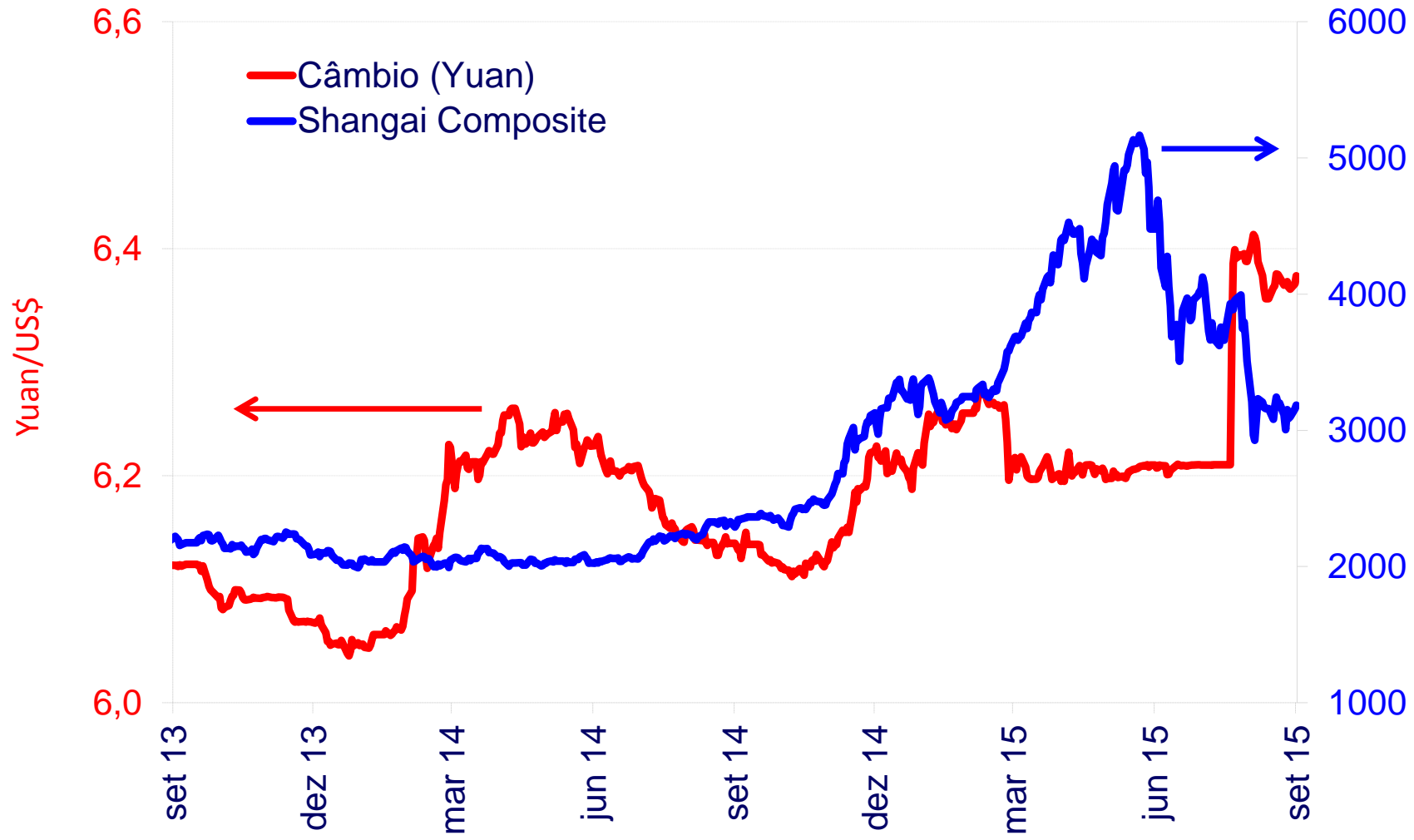
Inflação ao Consumidor – Área do Euro



# China – Desaceleração Gradual



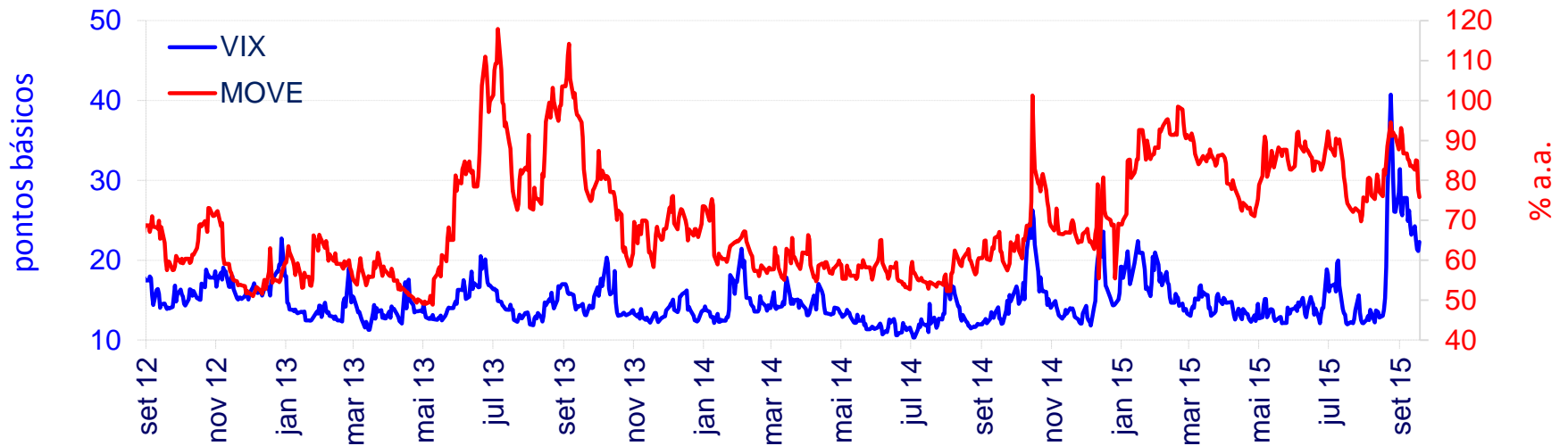
# China: Bolsa e Mudança de Regime Cambial



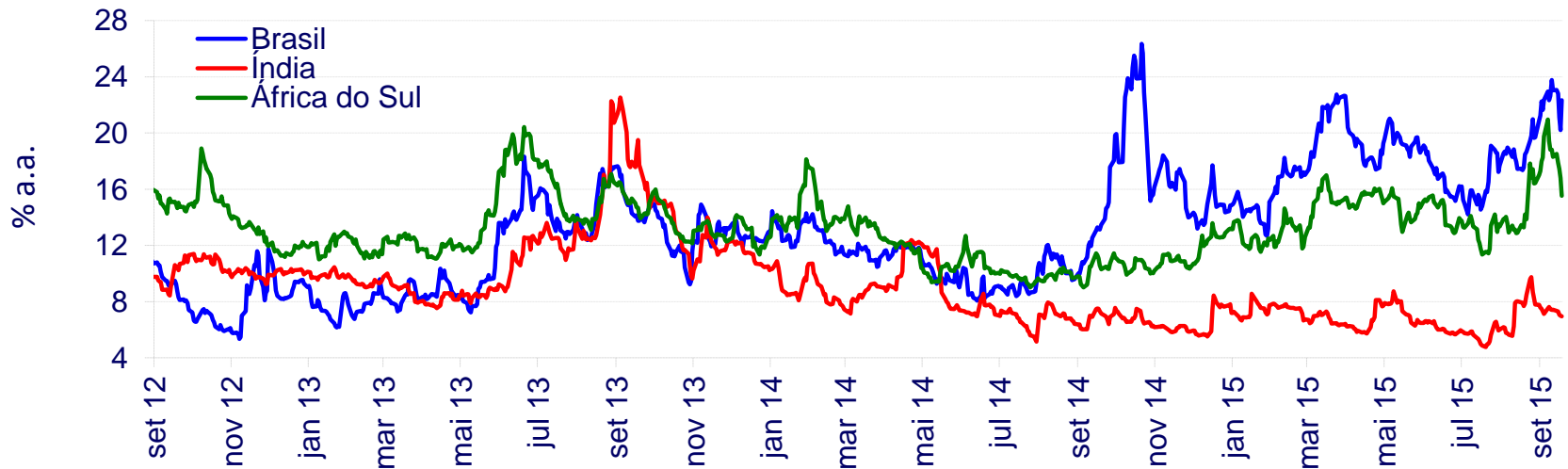


# Volatilidade

## VIX e Volatilidade nos Mercados de Títulos



## Volatilidade de Moedas



dados até 18/9

# III. Condições Financeiras

---

- Moderação no ritmo de concessão de crédito condizente com o processo de ajuste e posição da economia no ciclo
- Robustez e solidez do SFN (e.g., capital, provisões e liquidez) permanecem e garantem estabilidade financeira
- Estabilidade do crescimento do crédito não tem trazido maior inadimplência

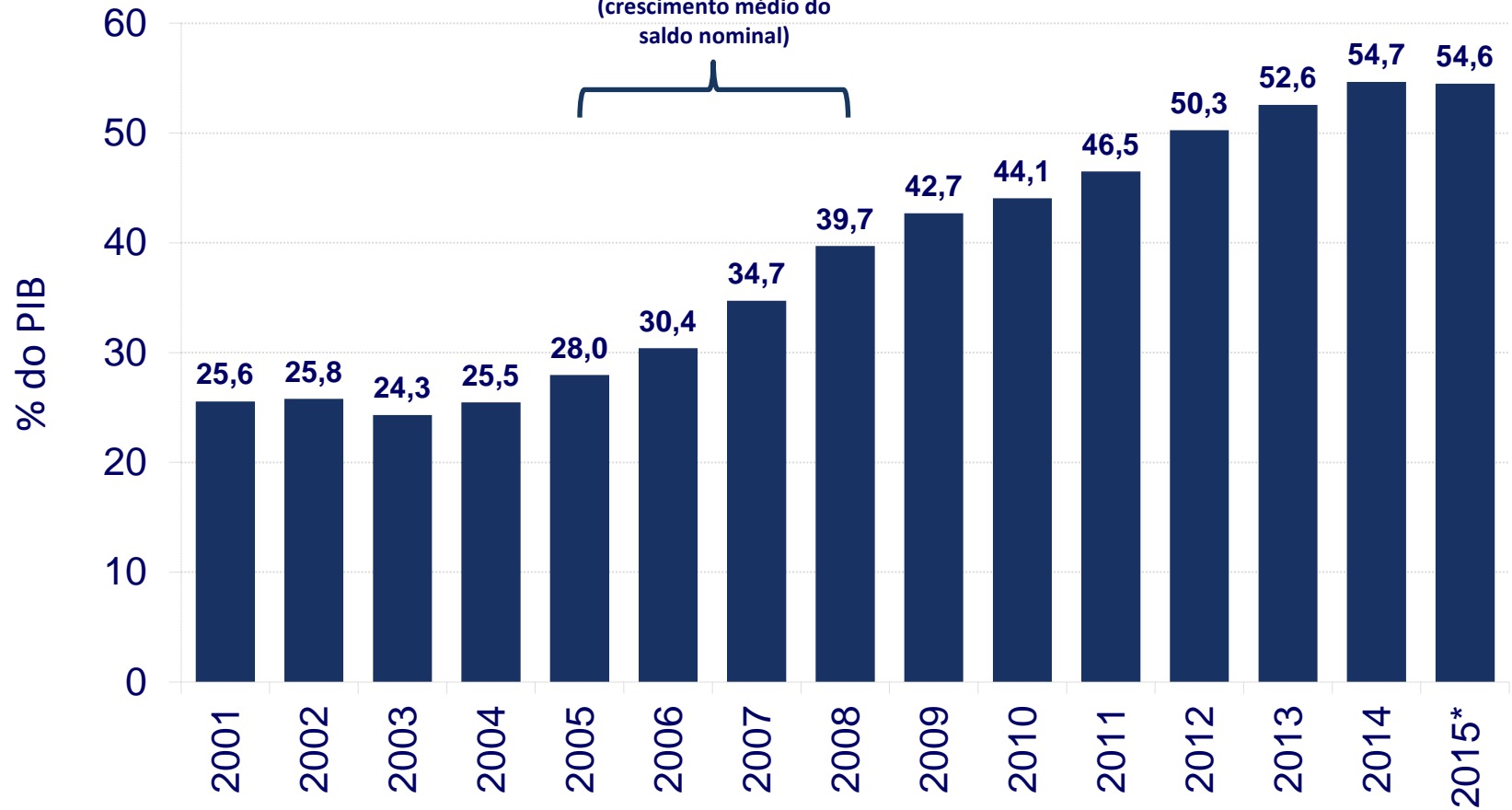
# Crédito/PIB

**2009-2014: 16,1%**

(crescimento médio do saldo nominal)

**2005-2008: 25,4%**

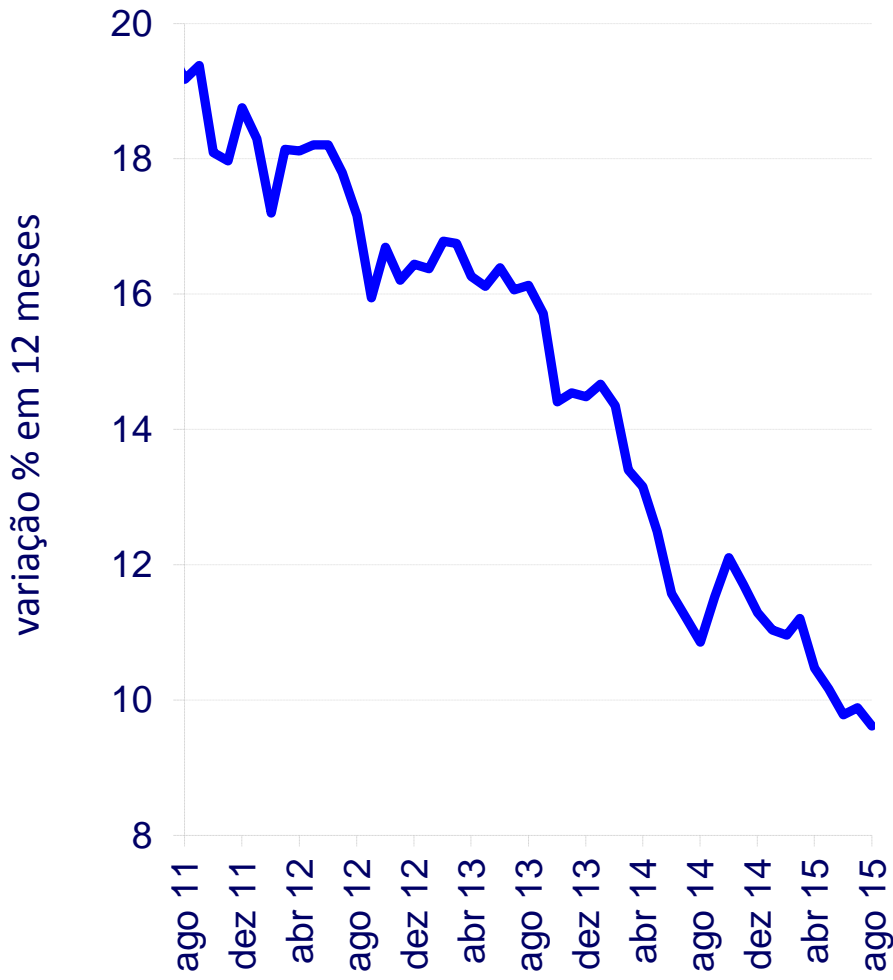
(crescimento médio do saldo nominal)



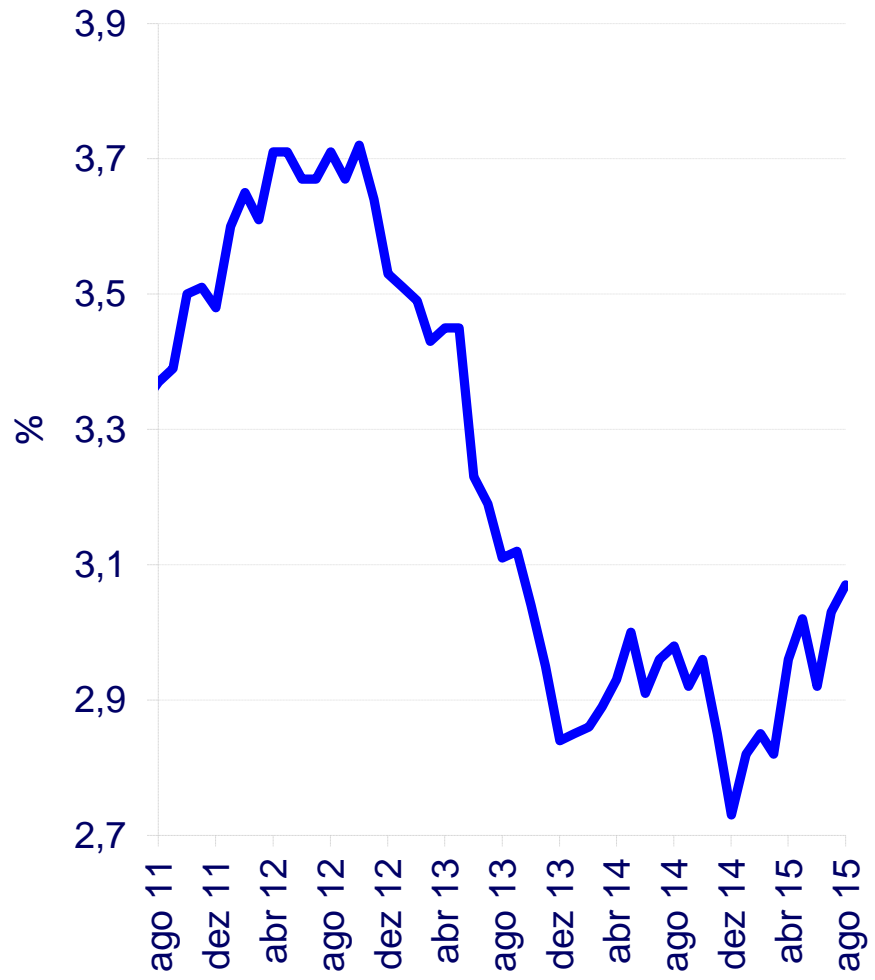
nova metodologia a partir de 2011; \*ago 15

# Crédito e Inadimplência

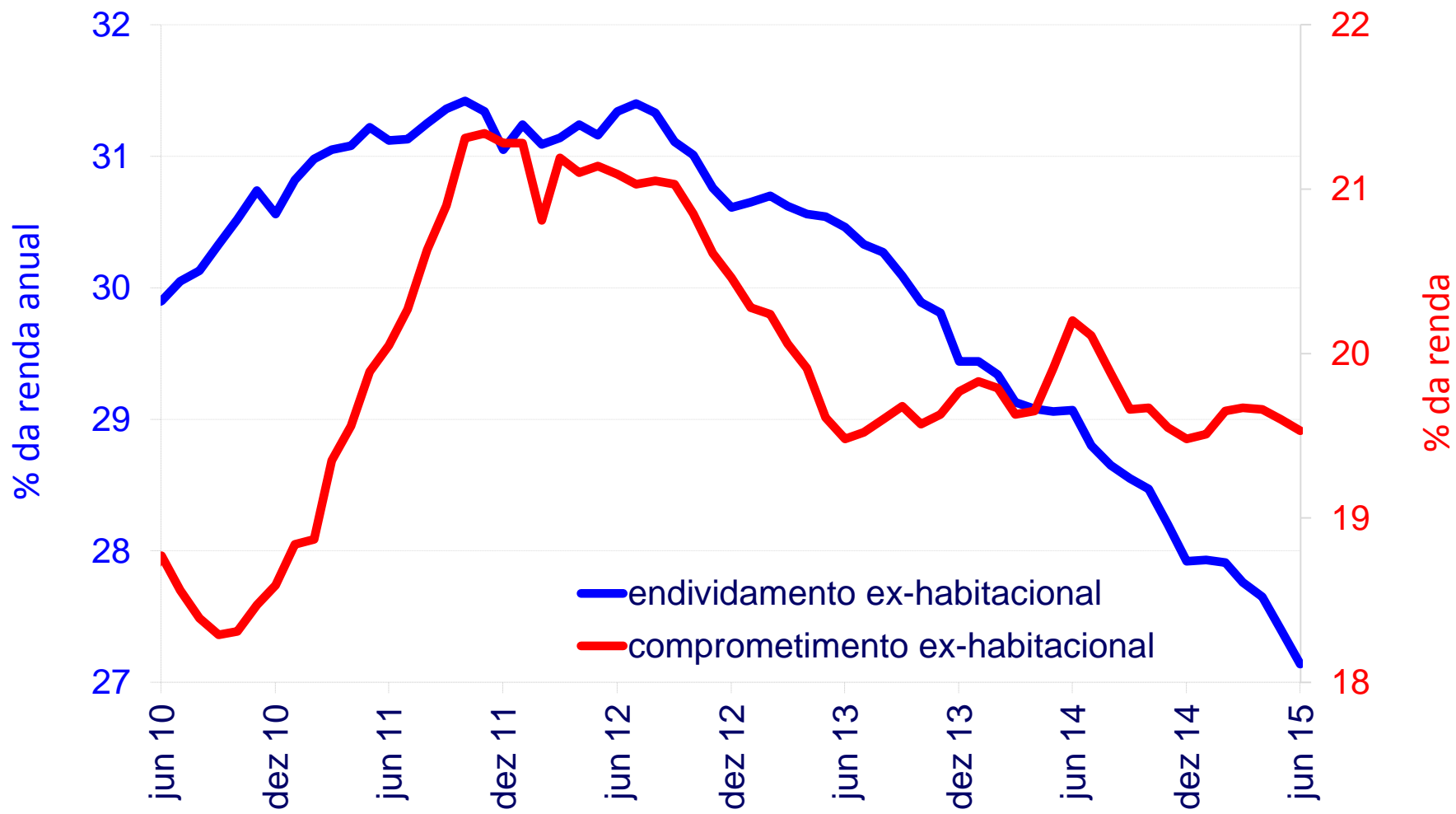
### Expansão do Saldo do Crédito



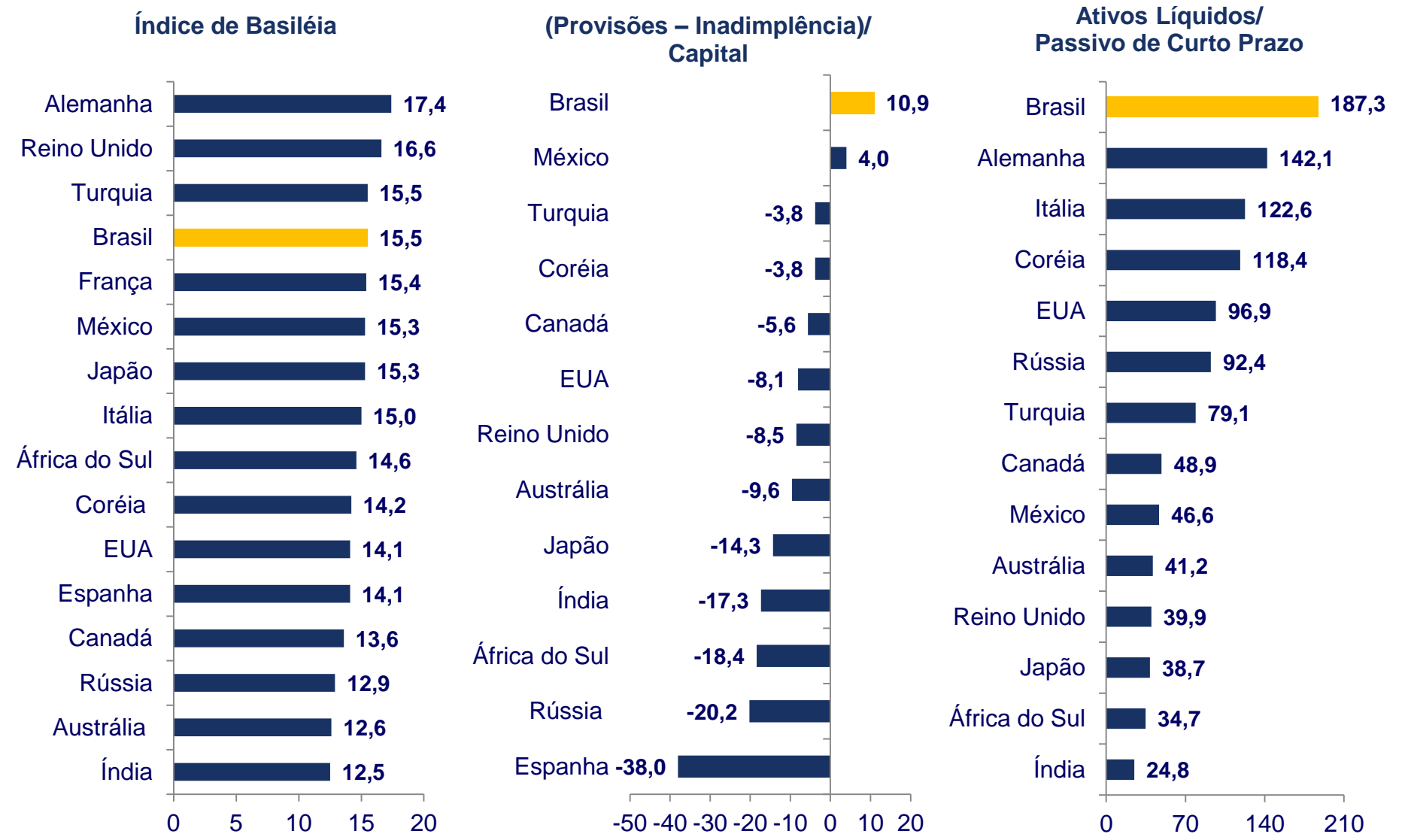
### Inadimplência



# Endividamento das Famílias em Declínio



# Indicadores de Solidez Financeira



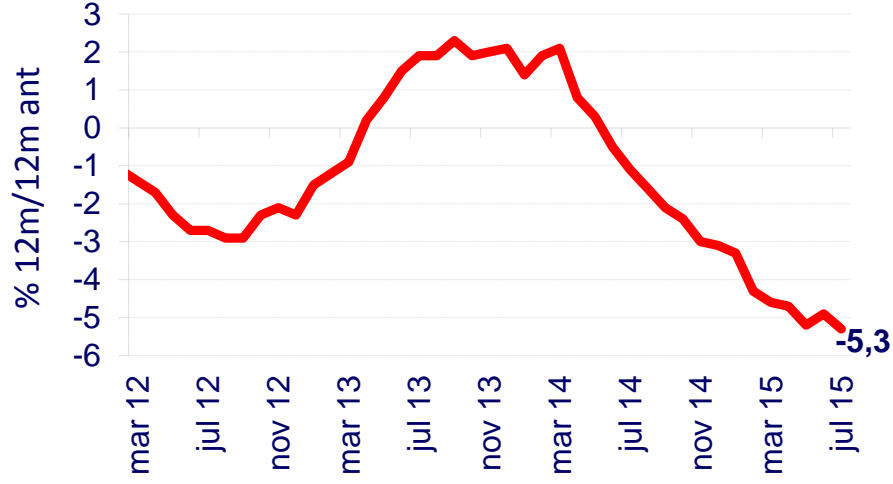
Fonte: FMI (FSI – últimos dados disponíveis)

# IV. Atividade

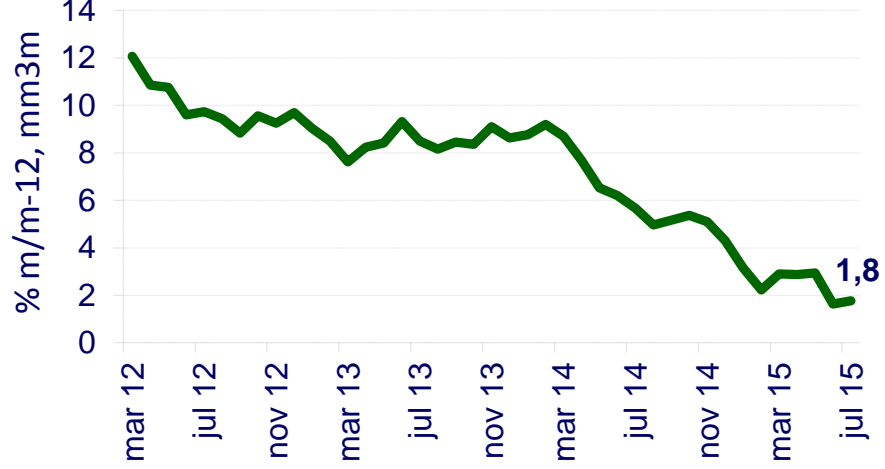
- 2015 é ano de ajuste, com reflexo na atividade e taxas de crescimento que tendem a ser baixas (abaixo do potencial); redução do consumo privado é fator adicional de contração
- Eventos não-econômicos sobrepõem-se ao ciclo de contração e contribuem para queda adicional do investimento; diferenças entre projeções se explicam por métodos diferentes de avaliar esses eventos
- Retomada somente se dará a partir da melhora da confiança

# Oferta: Baixo Dinamismo

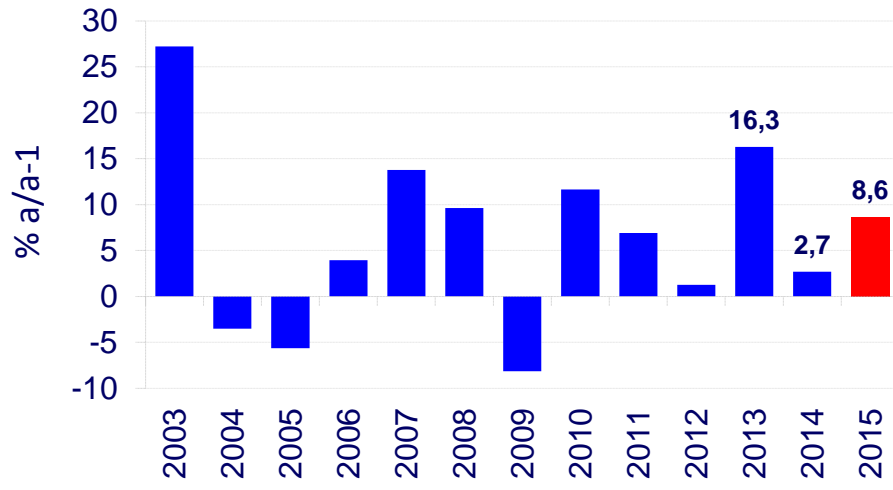
**Produção Industrial**



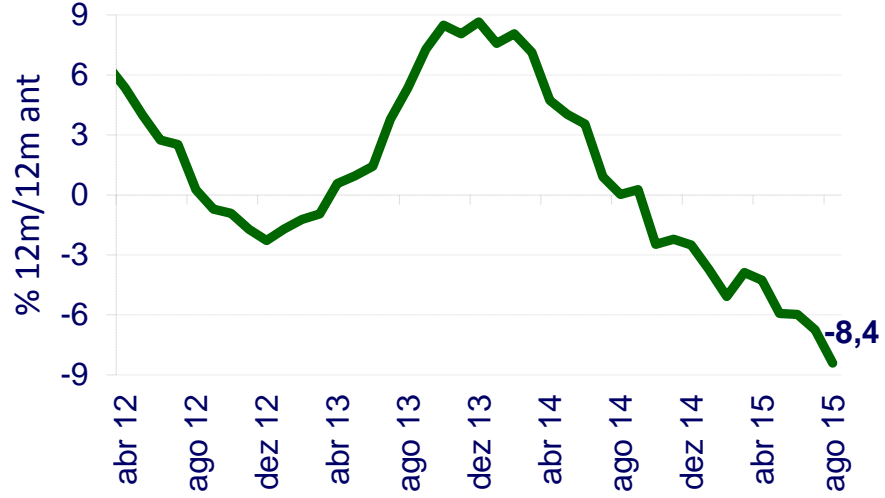
**Receita Nominal de Serviços**



**Safra Agrícola**



**Quantum de Importações**

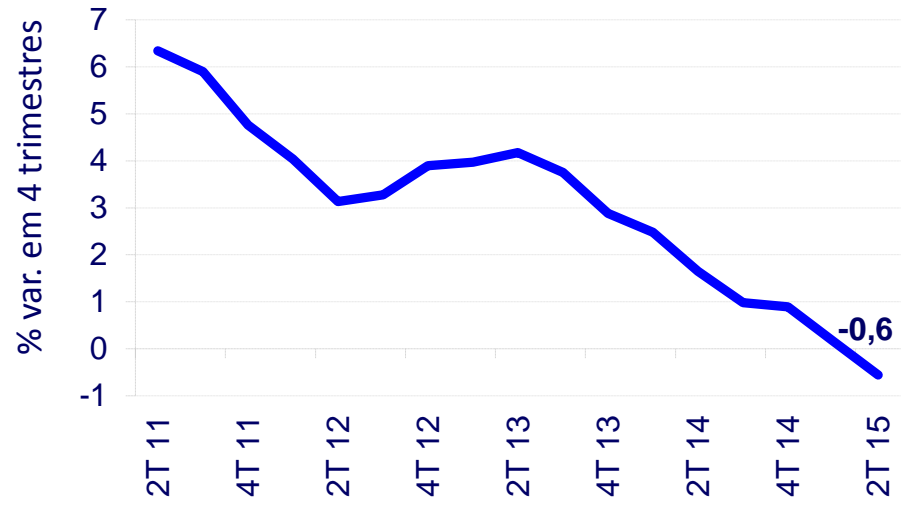


2015: estimativas IBGE em ago/15

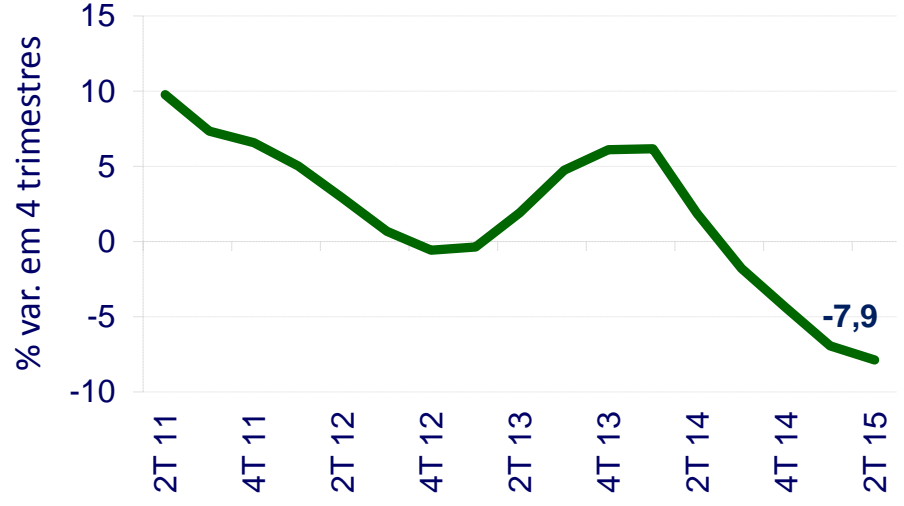


# Demanda: Moderação em Linha com Ajuste

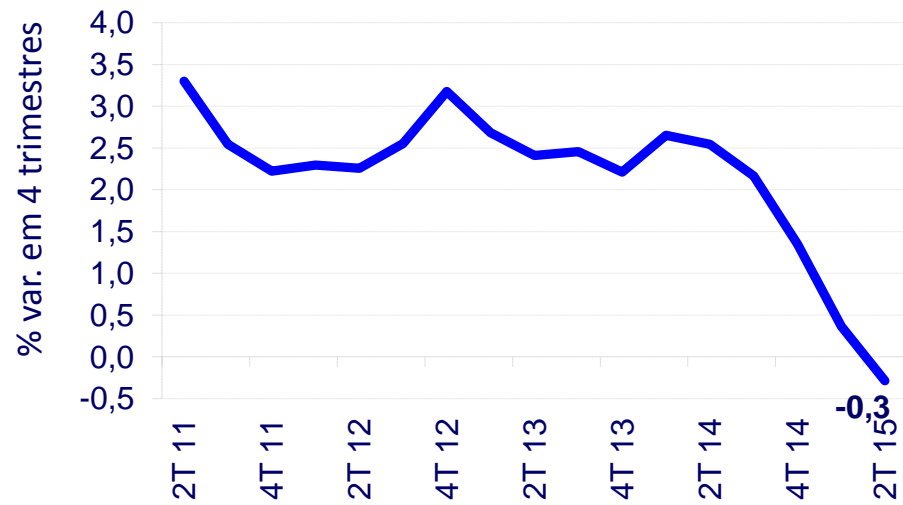
**Consumo das Famílias**



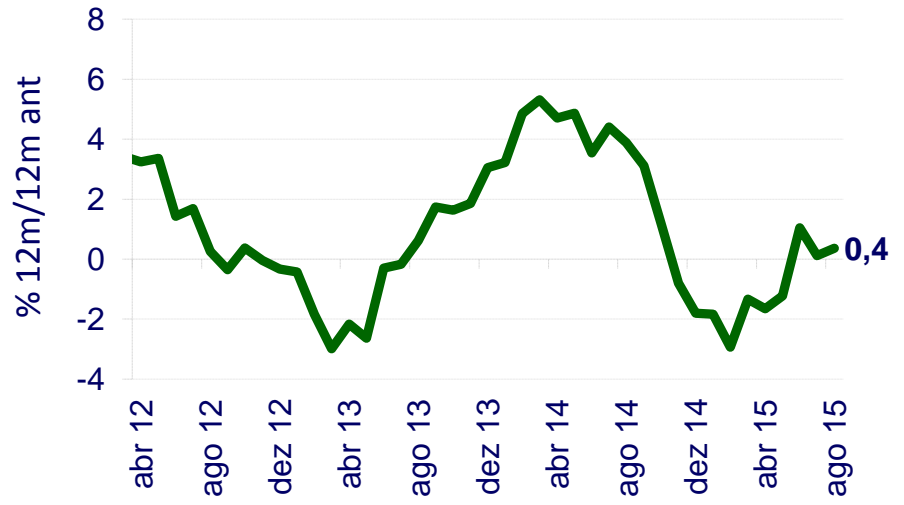
**FBCF**



**Consumo do Governo**

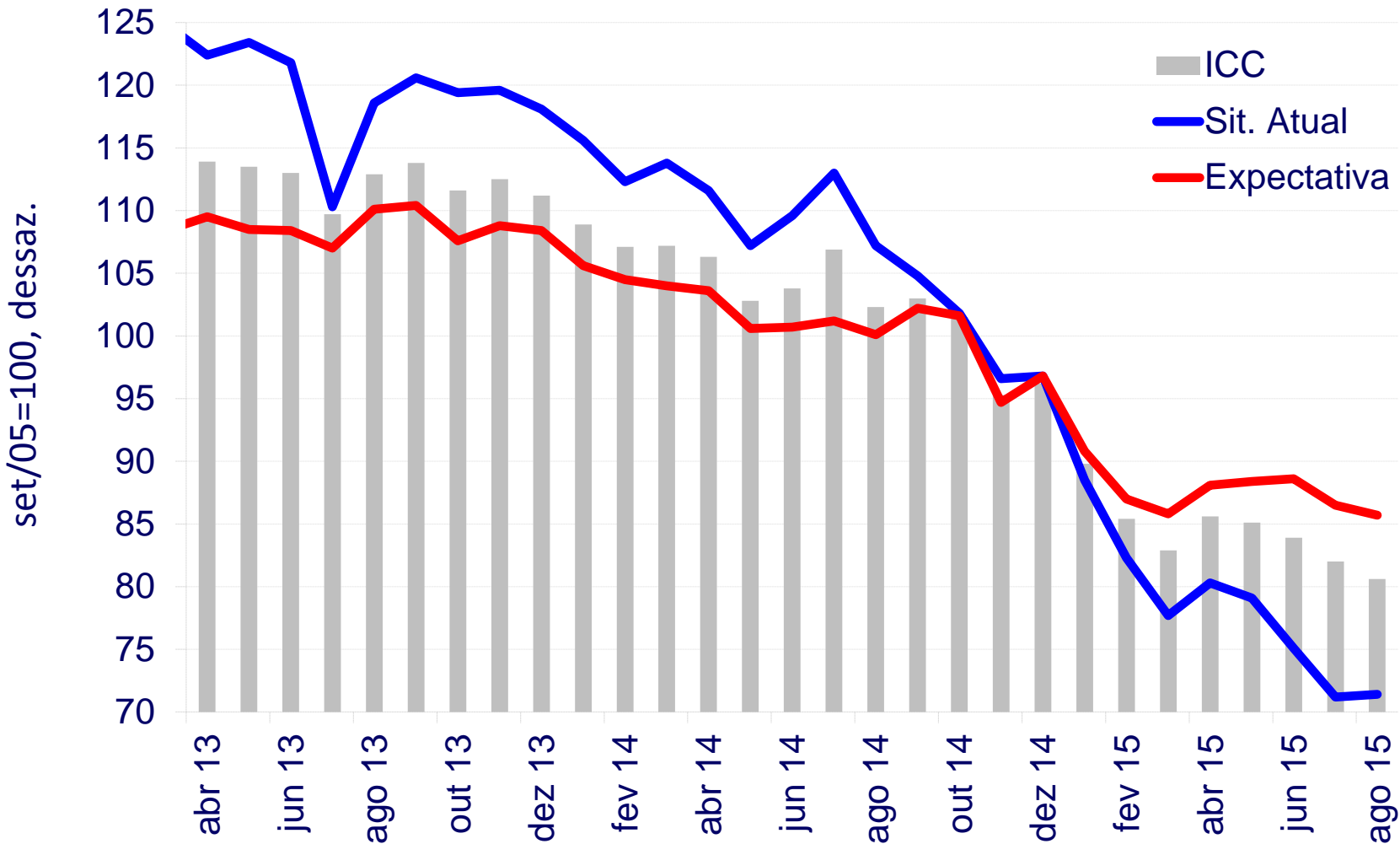


**Quantum de Exportações**



# Confiança: ICC Estabilização na Queda

## Índice de Confiança do Consumidor



Obs.: Proporção de respostas favoráveis – proporção de respostas desfavoráveis + 100 (100=neutro)

# Boxe: Projeções para o PIB

- **Revisão da taxa de crescimento em 2015, de -1,1% para -2,7% (demanda interna, -5,1 p.p.; e exportações líquidas, +2,4 p.p.):**
- **Oferta:**
  - Agropecuária: 2,6% (1,9% no 2ºtri/2015)
  - Indústria: -5,6% (-3,0% no 2ºtri/2015)
  - Serviços: -1,6,% (-0,8% no 2ºtri/2015)
- **Demanda:**
  - Investimentos: -12,3% (-7,0% no 2ºtri/2015)
  - Consumo das Famílias: -2,4% (-0,5% no 2ºtri/2015)
  - Consumo do Governo: -1,4% (-1,6% no 2ºtri/2015)
- **Recuo de 2,2% nos quatro trimestres encerrados em junho de 2016**

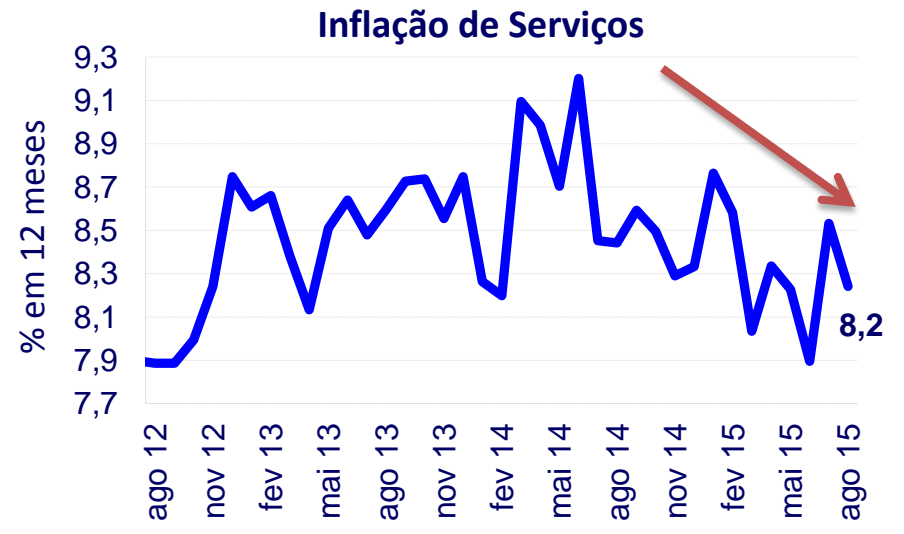
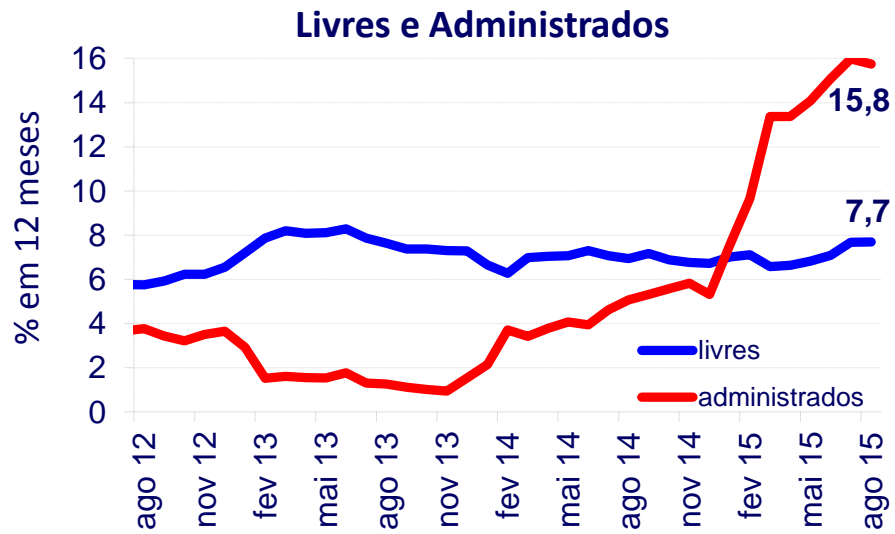
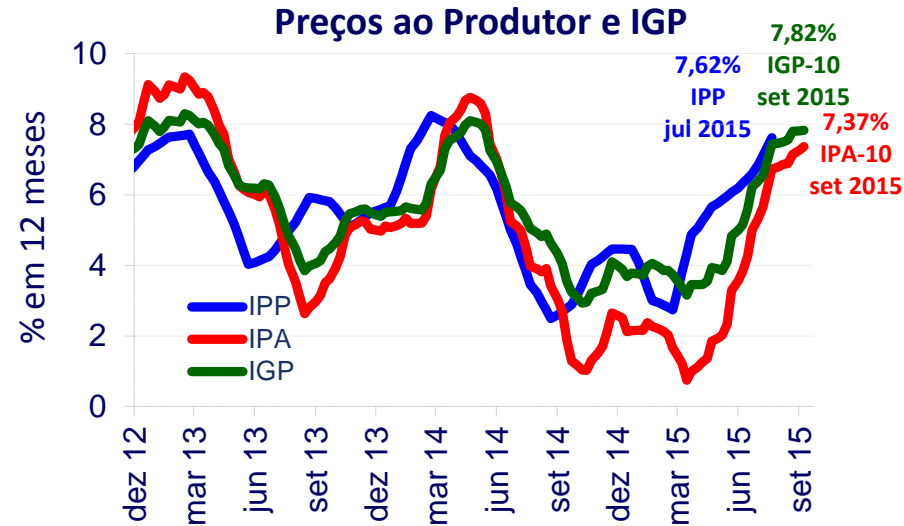
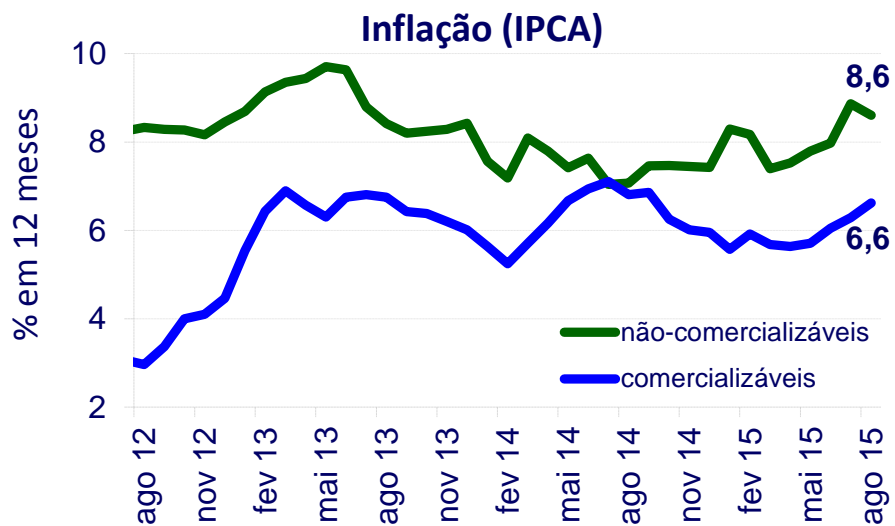
# V. Evolução da Inflação

- O duplo ajuste de preços relativos (administrados e externos) impactou a inflação no 1º semestre de 2015, elevando a inflação acumulada em 12 meses; o objetivo é impedir sua transmissão para 2016 e para prazos mais longos, necessitando da manutenção do atual patamar da taxa Selic, por período suficientemente prolongado
- Houve deterioração no balanço de riscos para a inflação, mas, como não é possível ter certeza hoje se as elevações recentes de prêmios de risco são transitórias ou permanentes, isso exige da política monetária, de um lado, que observe com atenção as causas de volatilidade e, de outro, que se mantenha vigilante em caso de desvios significativos das projeções de inflação do Copom em relação à meta

# Evolução da Inflação: Puxada por Administrados

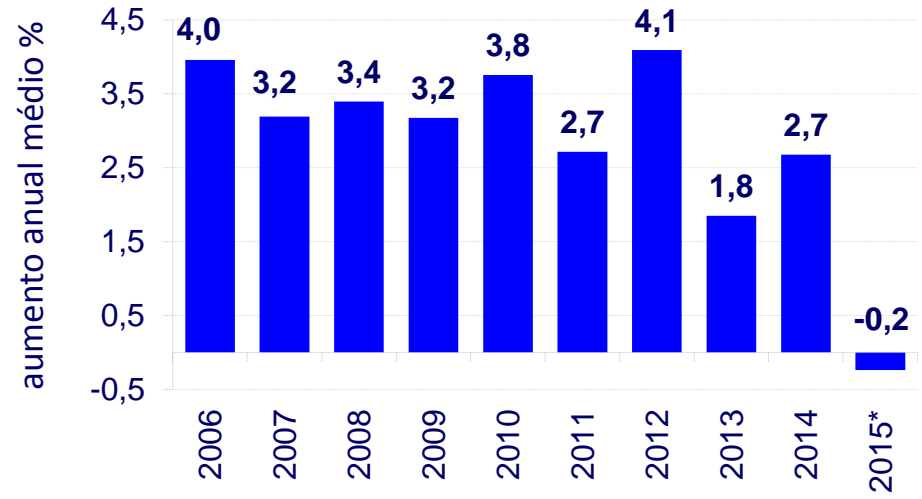
	variação em 12 meses (%)		
	ago/14	ago/15	
<b>IPCA</b>	<b>6,51</b>	<b>9,53</b>	<b>▲</b>
<b>Livres</b>	<b>6,95</b>	<b>7,70</b>	<b>▲</b>
<b>Administrados</b>	<b>5,07</b>	<b>15,75</b>	<b>▲</b>
<b>Comercializáveis</b>	<b>6,81</b>	<b>6,62</b>	<b>▼</b>
<b>Não-Comercializáveis</b>	<b>7,07</b>	<b>8,60</b>	<b>▲</b>
<b>INPC</b>	<b>6,35</b>	<b>9,88</b>	<b>▲</b>
<b>IPC-C1</b>	<b>6,22</b>	<b>10,37</b>	<b>▲</b>
<b>IGP-DI</b>	<b>4,63</b>	<b>7,80</b>	<b>▲</b>
<b>IPA-DI</b>	<b>3,41</b>	<b>7,15</b>	<b>▲</b>
<b>Agrícola</b>	<b>1,91</b>	<b>10,45</b>	<b>▲</b>
<b>Industrial</b>	<b>3,97</b>	<b>5,94</b>	<b>▲</b>
<b>IPC-DI</b>	<b>6,76</b>	<b>9,73</b>	<b>▲</b>
<b>INCC-DI</b>	<b>7,26</b>	<b>7,30</b>	<b>▲</b>

# Preços: Ajuste Lento em Não-Comercializáveis

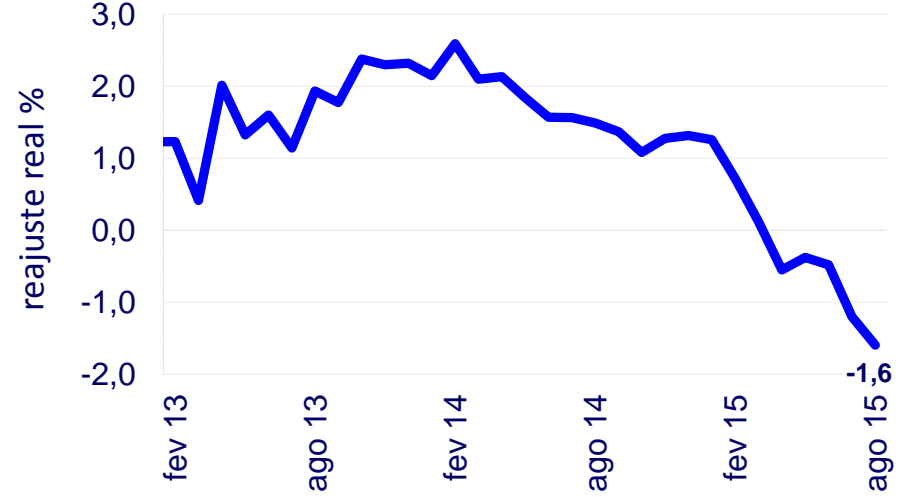


# Salários: Ajustes em curso, mas ainda há riscos

### Rendimento Real



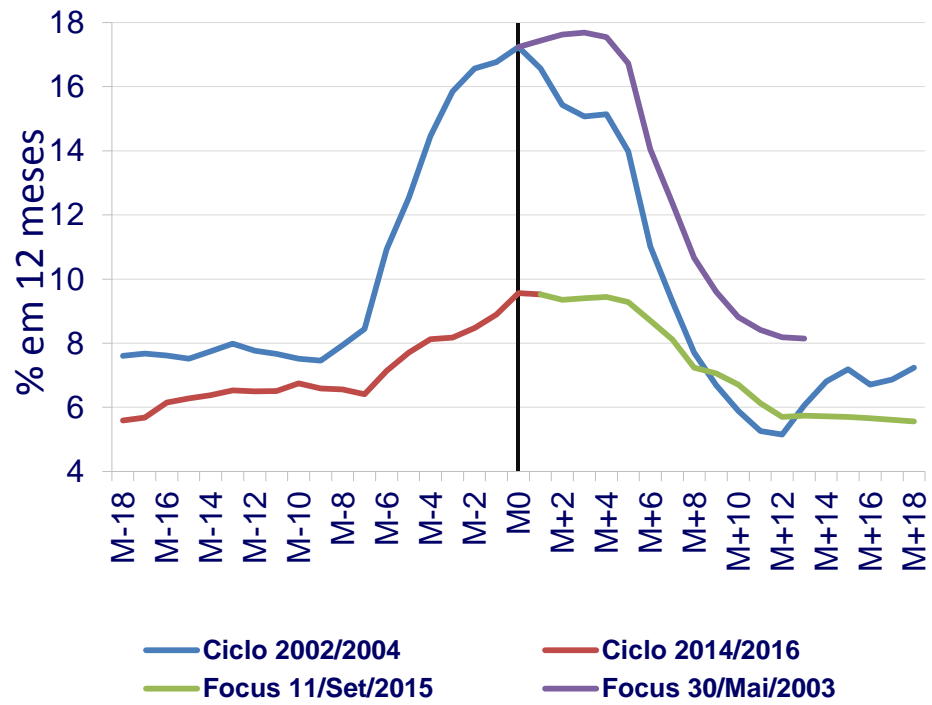
### Convenções Coletivas de Trabalho



# Boxe: Comparação de Ciclos de Desinflação

- Apesar da ausência de contribuição desinflacionária da taxa de câmbio, as expectativas de mercado indicam desinflação de 4 p.p. até o final de 2016, cerca de 80% do necessário para assegurar a convergência para a meta
- Em maio de 2003 (pico do ciclo 2002/2004), as expectativas sinalizavam desinflação de 9 p.p. para os doze meses seguintes - cerca de 75% da desinflação de 12 p.p. que realmente ocorreu.

IPCA e projeções Focus





# Projeções do Banco Central para a Inflação

Cenário de Referência: Juros constantes de 14,25% a.a. e câmbio de R\$3,90/US\$

Período		Intervalo de probabilidade						Projeção central
		50%						
		30%						
		10%						
2015	3	9,4	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,5
2015	4	9,2	9,3	9,5	9,6	9,8	9,9	9,5
2016	1	7,0	7,3	7,5	7,8	8,0	8,3	7,7
2016	2	5,7	6,0	6,3	6,6	6,9	7,2	6,5
2016	3	4,9	5,2	5,6	5,9	6,3	6,7	5,8
2016	4	4,4	4,8	5,2	5,5	5,9	6,3	5,3
2017	1	3,8	4,2	4,6	5,0	5,3	5,7	4,8
2017	2	3,7	4,1	4,5	4,8	5,2	5,6	4,7
2017	3	3,1	3,5	3,9	4,2	4,6	5,0	4,0

Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.)

# Projeções do Banco Central para a Inflação

**Cenário de Mercado\*:** 2015 Juros de 14,25% a.a. e câmbio médio de R\$3,86/US\$  
**2016 Juros de 12,25% a.a. e câmbio médio de R\$4,00/US\$**

Intervalo de probabilidade

Período		Intervalo de probabilidade						Projeção central
		50%						
		30%						
				10%				
2015	3	9,4	9,4	9,5	9,5	9,6	9,6	9,5
2015	4	9,2	9,3	9,5	9,6	9,8	9,9	9,5
2016	1	7,1	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	7,7
2016	2	5,7	6,0	6,3	6,6	6,9	7,2	6,4
2016	3	4,9	5,3	5,6	6,0	6,3	6,7	5,8
2016	4	4,5	4,9	5,3	5,6	6,0	6,4	5,4
2017	1	4,1	4,5	4,9	5,2	5,6	6,0	5,1
2017	2	4,2	4,6	4,9	5,3	5,6	6,0	5,1
2017	3	3,7	4,1	4,5	4,8	5,2	5,6	4,6

# Análise da Ata 193 Permanece Adequada

O Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% no final de 2016 tem se mantido, apesar de certa deterioração no balanço de riscos. O Comitê entende que **a manutenção da taxa básica de juros em 14,25% a.a., por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016.**

Para o Comitê, de um lado, os avanços alcançados no combate à inflação mostram que a **estratégia de política monetária está na direção correta.** Nessa ótica, certos riscos remanescentes para que as projeções de inflação do Copom atinjam com segurança o objetivo de 4,5% no final de 2016 são condizentes com o efeito defasado e cumulativo da ação de política monetária. 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 do Copom em relação à meta.

# Perspectivas para a Inflação

---

Obrigado!

**Relatório de Inflação**

Setembro de 2015