

Perspectivas para a Inflação

Luiz Awazu Pereira da Silva

Relatório de Inflação

Junho de 2015

I. Principal Mensagem

II. Ambiente Internacional

III. Condições Financeiras

IV. Atividade

V. Evolução da Inflação

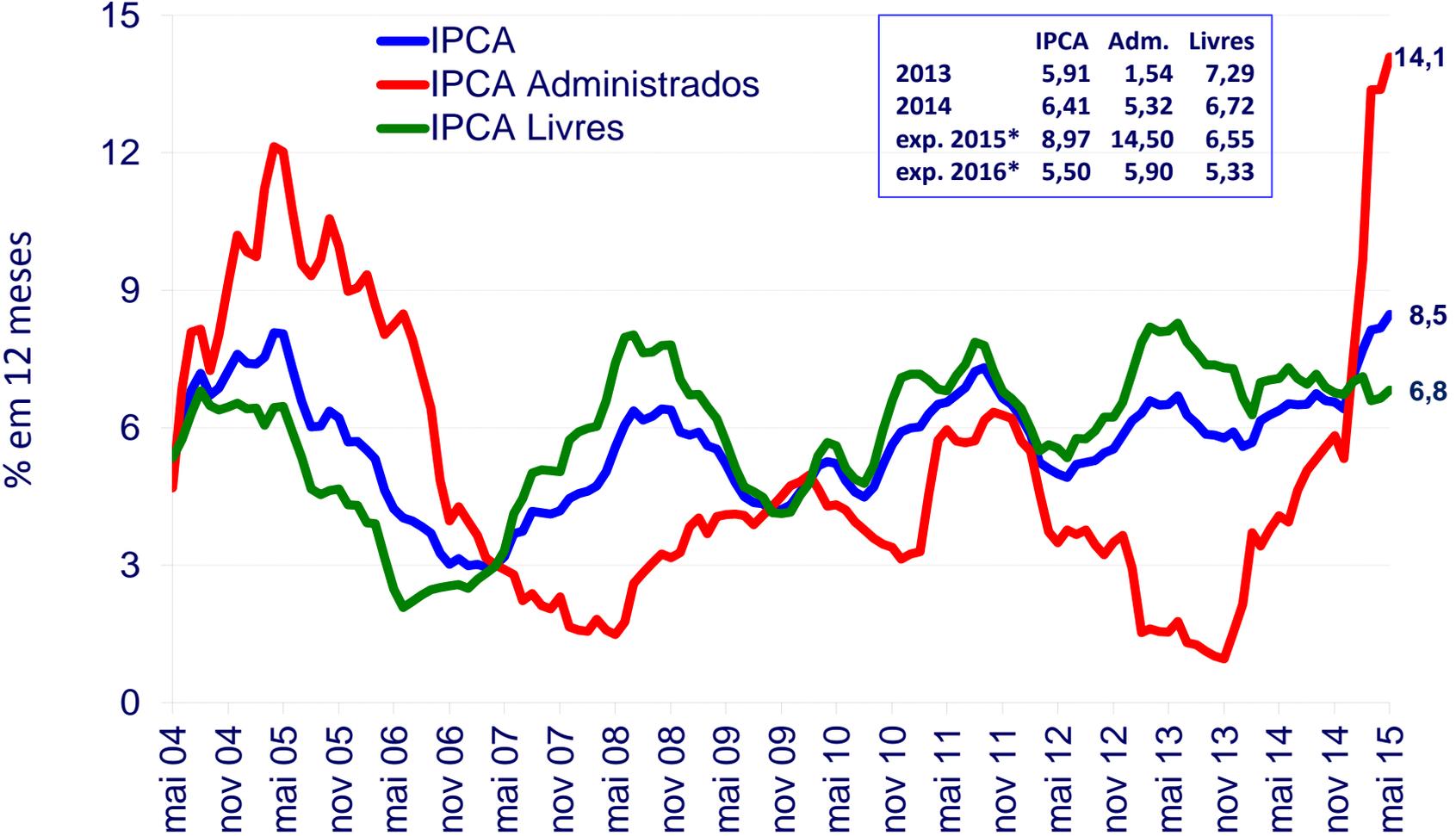
I. Principal Mensagem

- **Política Monetária está e deve manter-se vigilante para assegurar a convergência da inflação à meta de 4,5 % no final de 2016**
- **Inflação está elevada em 2015; Copom reitera necessidade de determinação e perseverança no combate à inflação no curto, médio e longo prazos**

Primeiros Resultados em 2015 Mostram Transição

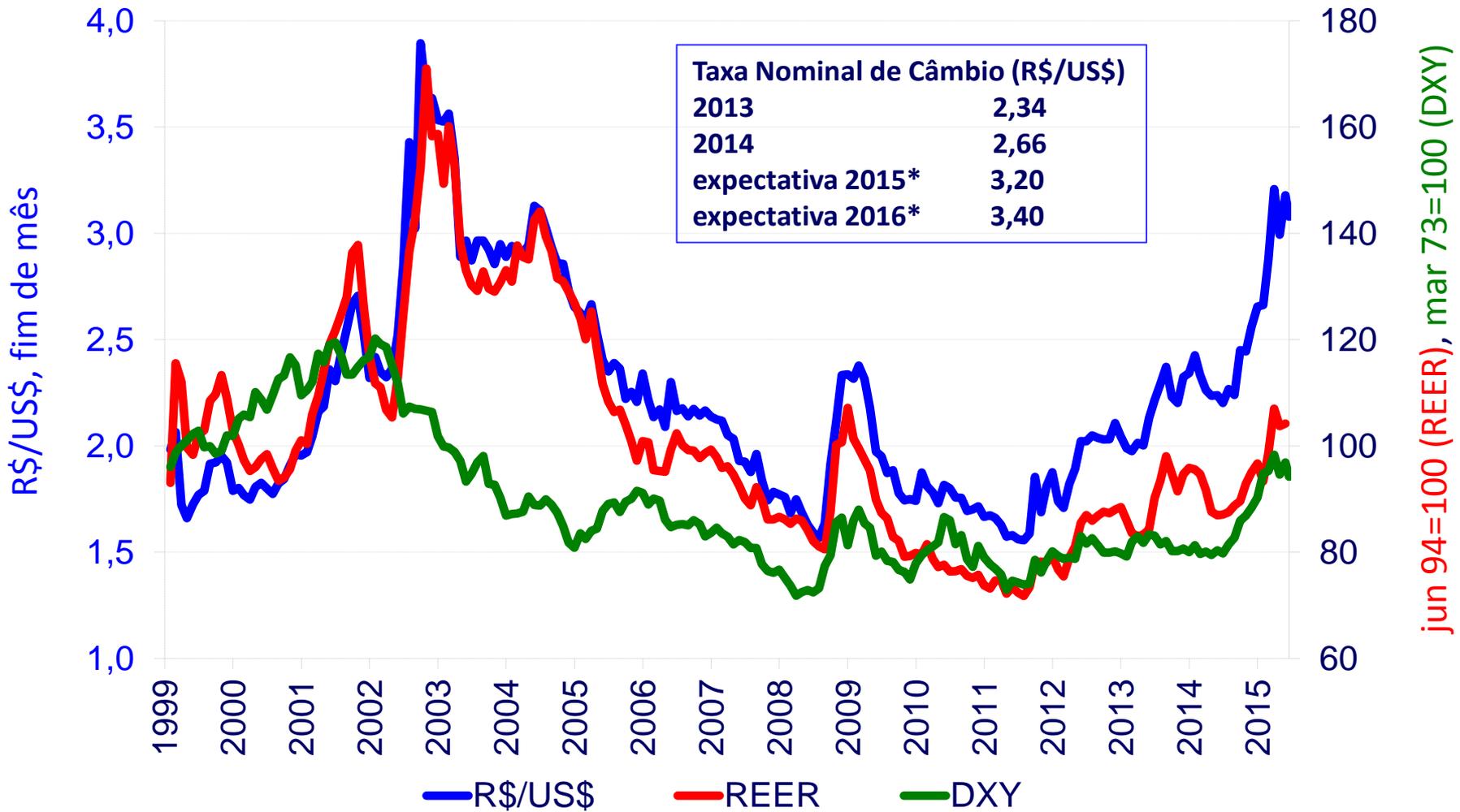
- Ajuste macroeconômico é padrão e necessário: é preciso perseverar com as políticas fiscal e monetária em curso
- Observa-se redução inicial de desequilíbrios com duplo ajuste de preços relativos (administrados e externos); melhora na conta corrente
- Esforço deve continuar para fortalecer fundamentos, preparar para normalização monetária externa e construir base sólida para novo ciclo de crescimento sustentável

Ajuste de Preços Relativos: Administrados x Livres



*mediana das expectativas em 19/6

Ajuste de Preços Relativos: Câmbio



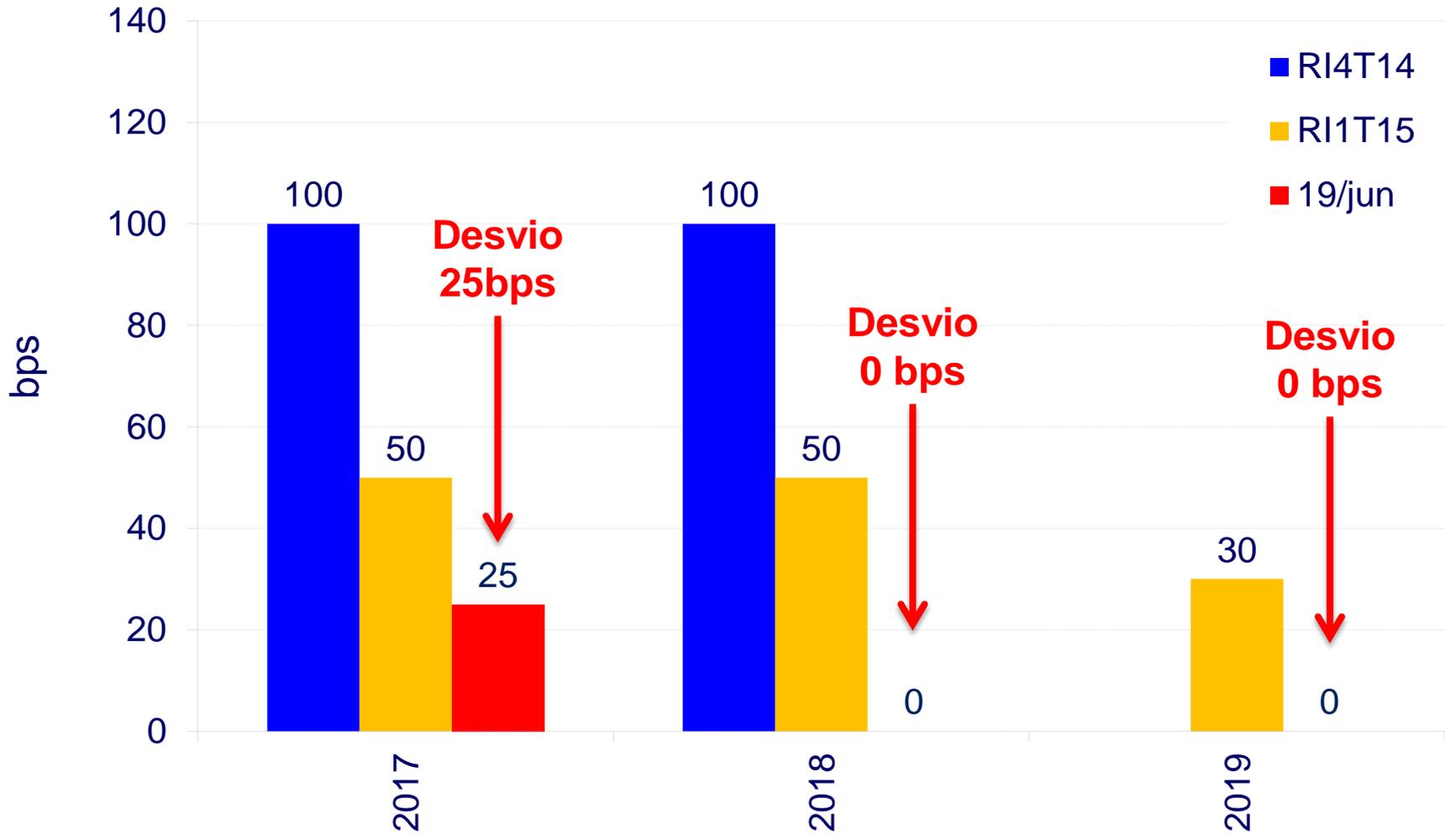
R\$/US\$ e DXY até junho (19/6), REER até maio *mediana das expectativas em 19/6 (fim de período)

Ajustes de Preços Impactam Inflação 2015

- O duplo ajuste de preços relativos (administrados e externos) impactou a inflação no 1º semestre de 2015, elevando a inflação acumulada em doze meses
- É objetivo da política monetária impedir a transmissão desse impacto para 2016 e para prazos mais longos
- A política monetária pode e deve conter 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

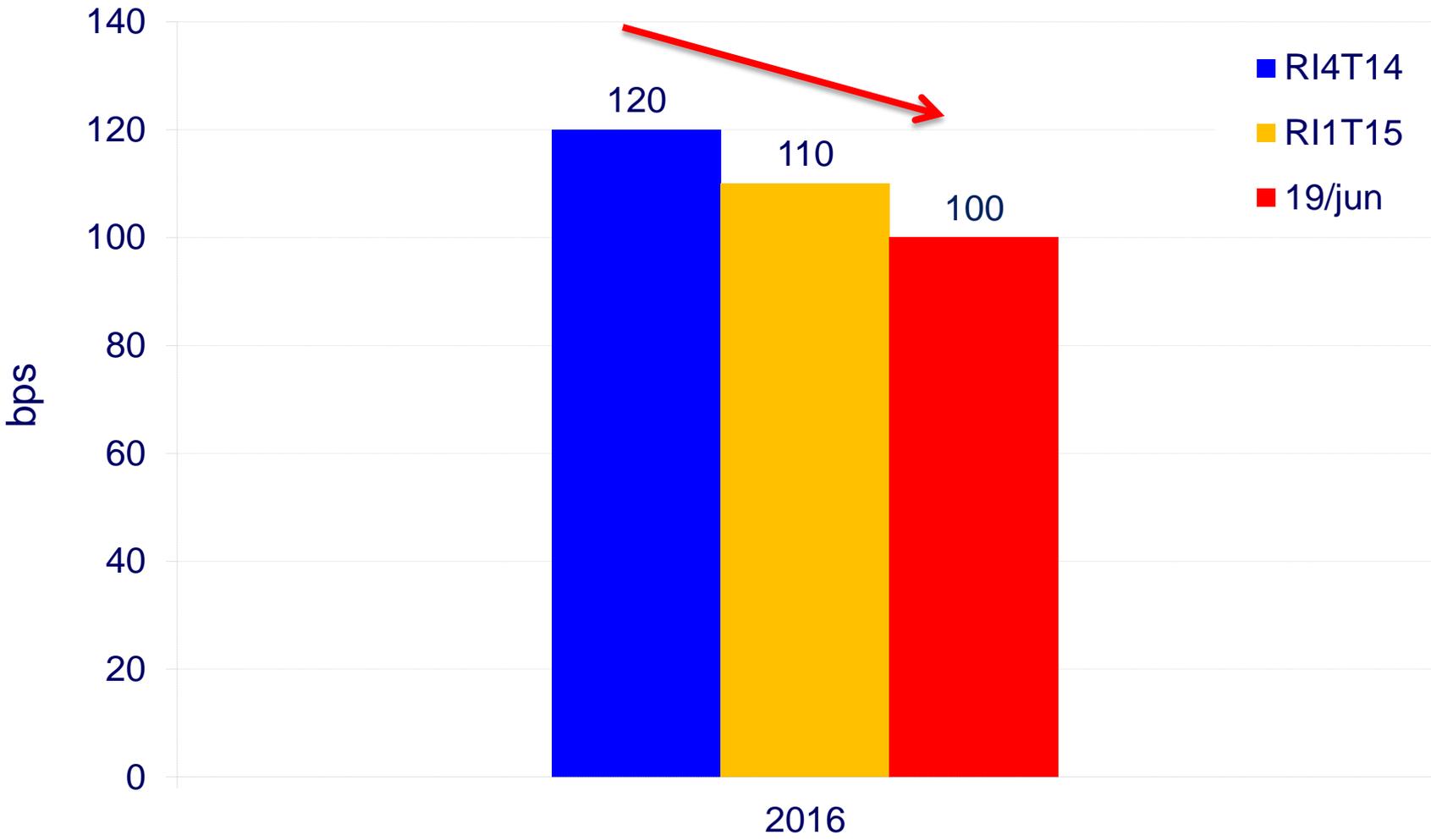
Desvio das Expectativas de Mercado em Relação a 4,5%

No Médio-Longo Prazo (2017,2018 e 2019): Ancoragem



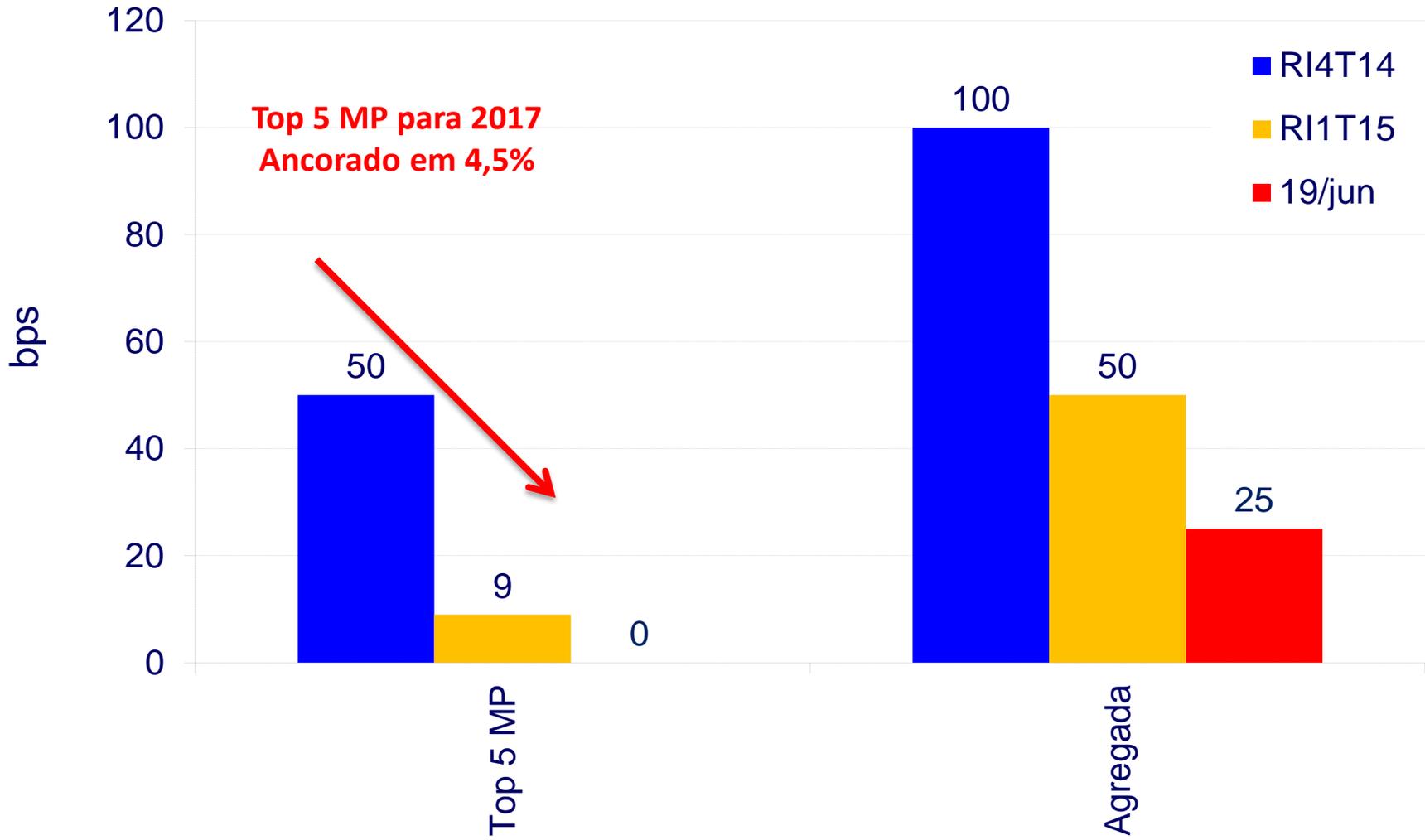
Desvio das Expectativas de Mercado em Relação à Meta

No Curto Prazo (2016): Progresso ainda não é suficiente



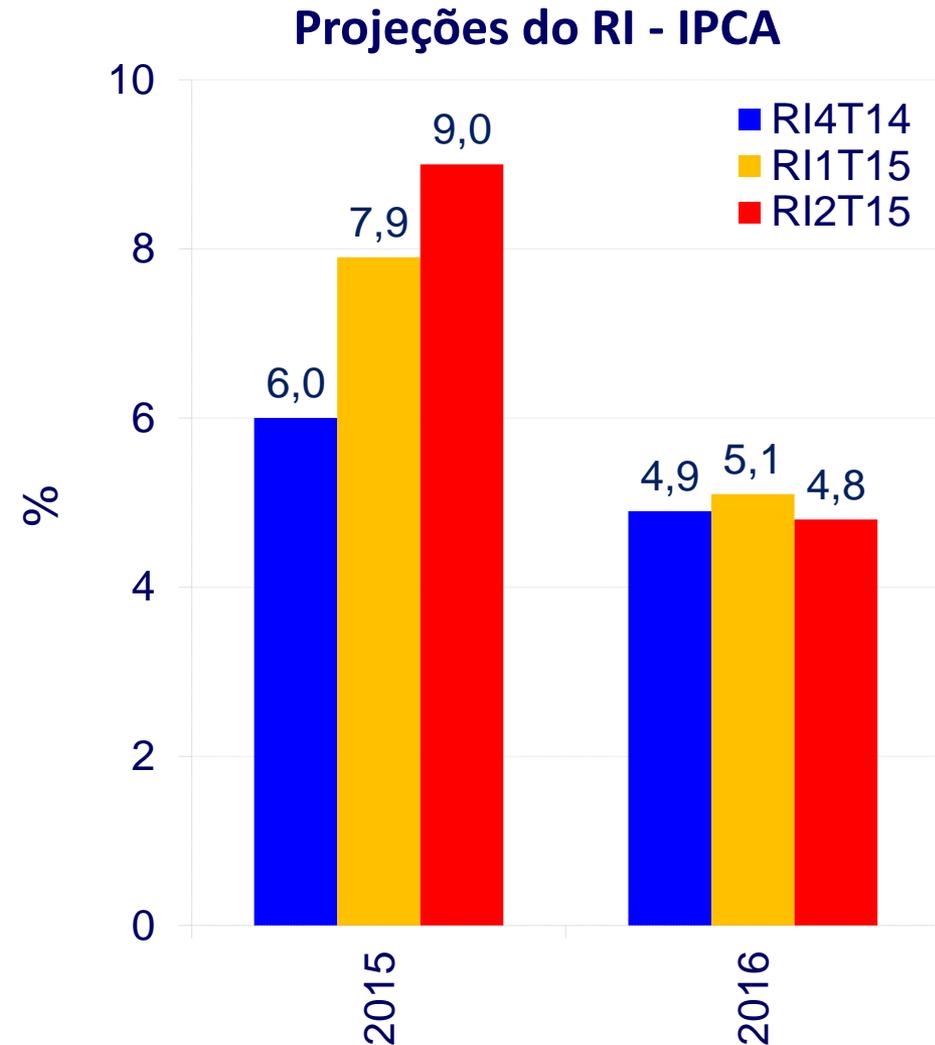
Desvio das Expectativas de Mercado em Relação a 4,5%

Expectativa de Inflação para 2017: Top 5 MP x Agregada



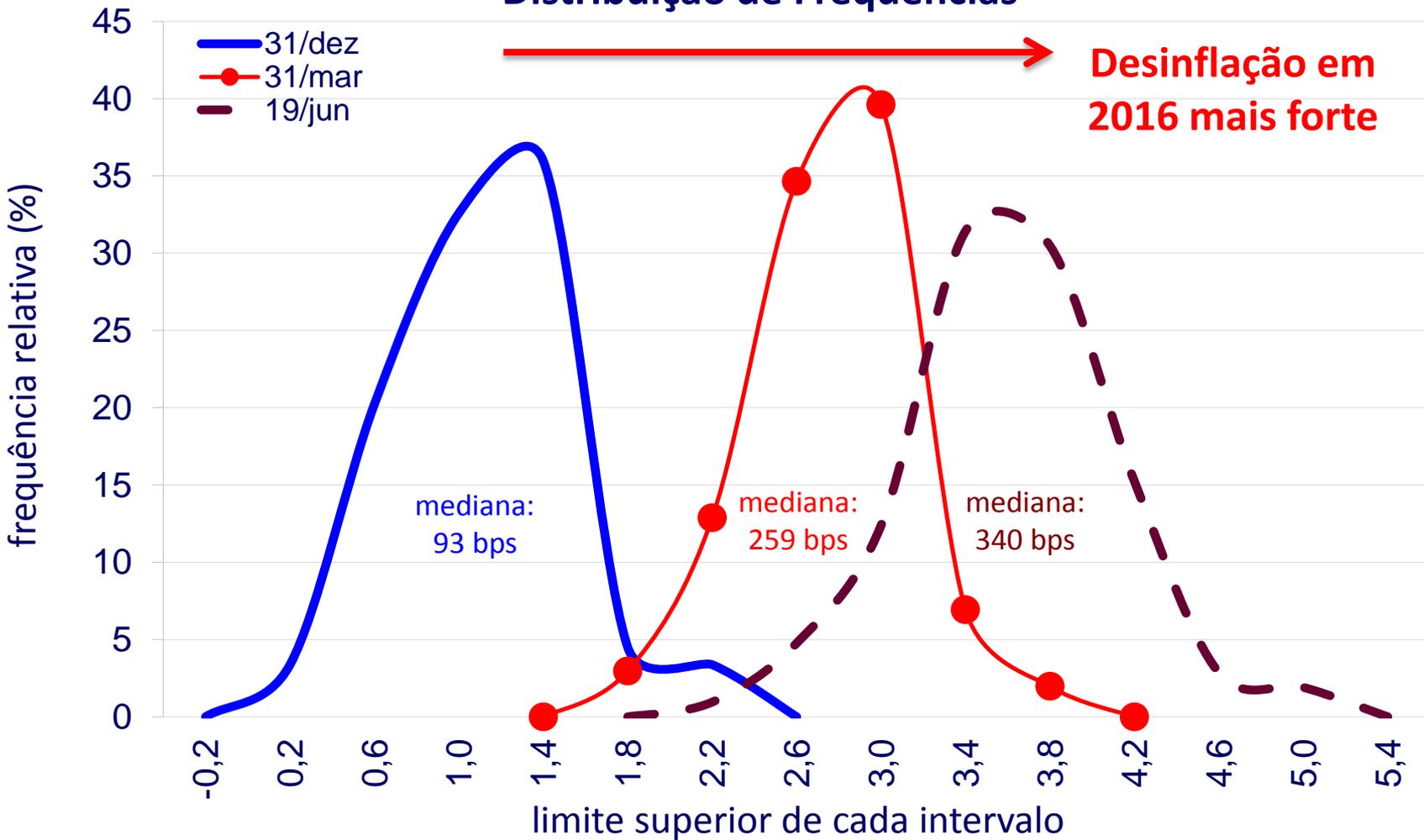
Projeções do Relatório de Inflação para o IPCA

- Projeções de inflação têm mostrado estabilidade para 2016, apesar do aumento para 2015



Distribuição da Desinflação de 2016 v-à-v 2015

Expectativas Focus para o IPCA - Diferenças entre 2015 e 2016 Distribuição de Frequências



Convergência para o Curto e Médio-Longo Prazos

Expectativas de inflação para o IPCA anual (Focus mediana)

	2015	2016	2017	2018	2019
2/jan	6,56	5,70	5,50	5,50	5,00*
19/jun	8,97	5,50	4,75	4,50	4,50
variação	2,41 p.p.	-0,20 p.p.	-0,75 p.p.	-1,00 p.p.	-0,50 p.p.

Intensificação do ajuste de preços relativos

Política macroeconômica atuando nas expectativas de médio e longo prazos

*em 12/jan, primeiro dado disponível

Balanço de Riscos para a Inflação de 2016 (1)

- Impacto dos realinhamentos de preços será circunscrito a 2015; a trajetória da inflação acumulada em 12 meses terá efeito descarte significativo no 1º T de 2016
- Transmissão dos ajustes de preços relativos dá-se com início de distensão do mercado de trabalho
- Diminuição da intensidade de repasses dos ajustes (inclusive *pass-through*) na fase atual do ciclo
- Política Fiscal alinhada contribui para contenção da demanda
- Moderação do crédito e redução de subsídios

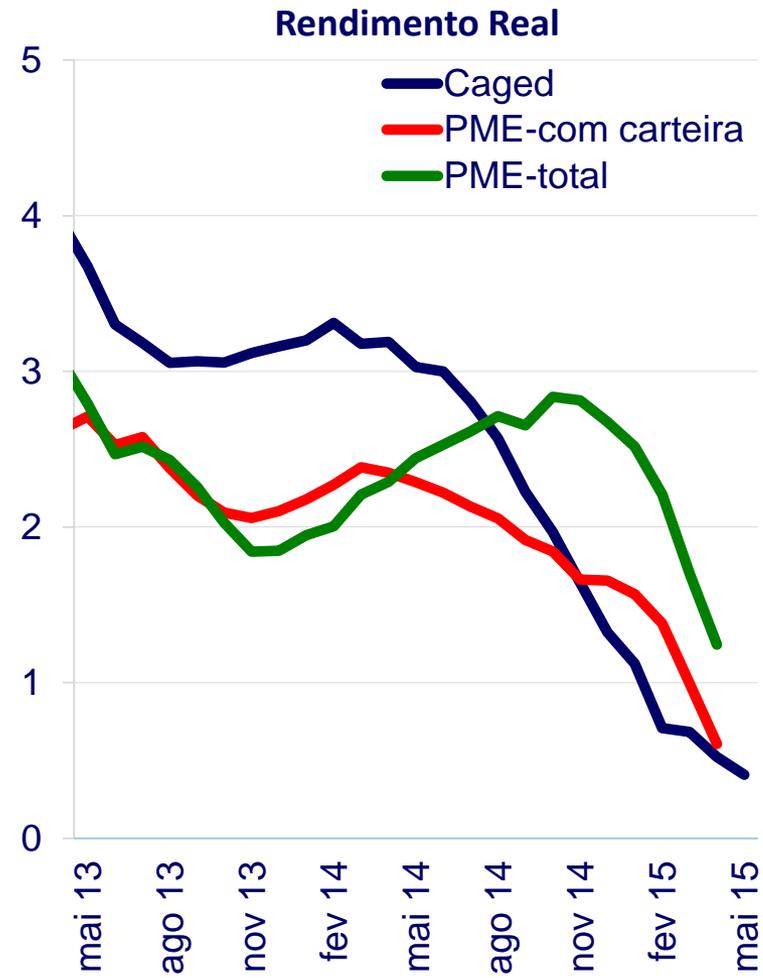
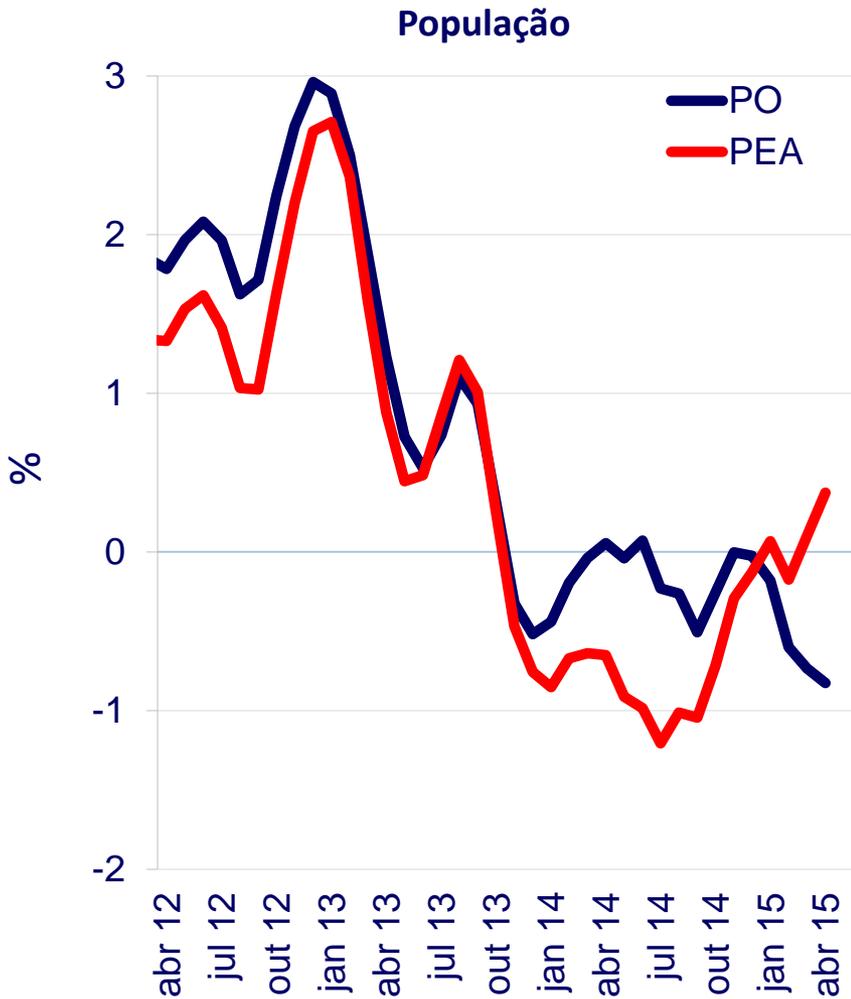
Balanço de Riscos para a Inflação de 2016 (2)

Início de Distensão no Mercado de Trabalho

- Processo em curso é normal; 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

Mercado de Trabalho: Sinais de Distensão

Variação Interanual da Média Móvel de 3 Meses



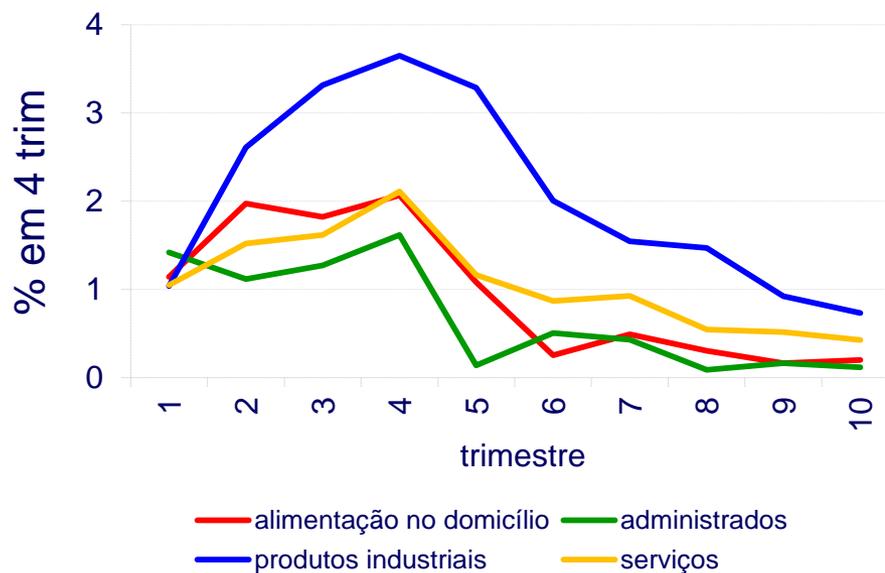
Caged: até maio/2015; PME, até abril/2015

Boxe: Persistência Inflacionária Setorial

Persistência Inflacionária a partir de Choques Setoriais

- Busca identificar a existência de comportamento diferenciado na propagação da inflação a partir da origem em setores específicos
- Os resultados indicam diferenças na dinâmica inflacionária, sendo a propagação da inflação mais alta nos preços do setor de produtos industriais e mais baixa nos de administrados, sugerindo menor grau de persistência para a inflação plena deste ano

Resposta da Inflação Plena a Choques Setoriais*



* Choques com efeito de 1 p.p. no IPCA pleno

Ano de 2015 é de Ajuste Macroeconômico Padrão

- 1ª fase: Ajuste impacta quantidades (e.g., atividade); eventos não-econômicos estão se sobrepondo ao processo; queda forte do investimento atenuou abertura do hiato do produto
- 2ª fase: Ajuste impacta preços (e.g., inflação); persistência recente da inflação está se sobrepondo ao processo
- 3ª fase: Resultados melhores sinalizam horizonte de estabilidade para agentes (e.g., inflação na meta de 4,5% e ancorada no curto, médio e longo prazos)
- Consolidação do processo de ajuste requer determinação e perseverança

Situação em 2016 Deverá Ser de Retomada

- Depois da 3ª fase, redução de desequilíbrios melhora fundamentos e percepção: aumenta confiança dos agentes, favorece planejamento e “espíritos animais” dos investidores
- Quadro contribui para mudar composição da demanda e favorece mais o investimento, que aumenta produto potencial e a produtividade
- Mercado doméstico robusto com “*low hanging fruits*”, oportunidades de investimentos que continuam presentes

Situação em 2016 Deverá Ser de Retomada

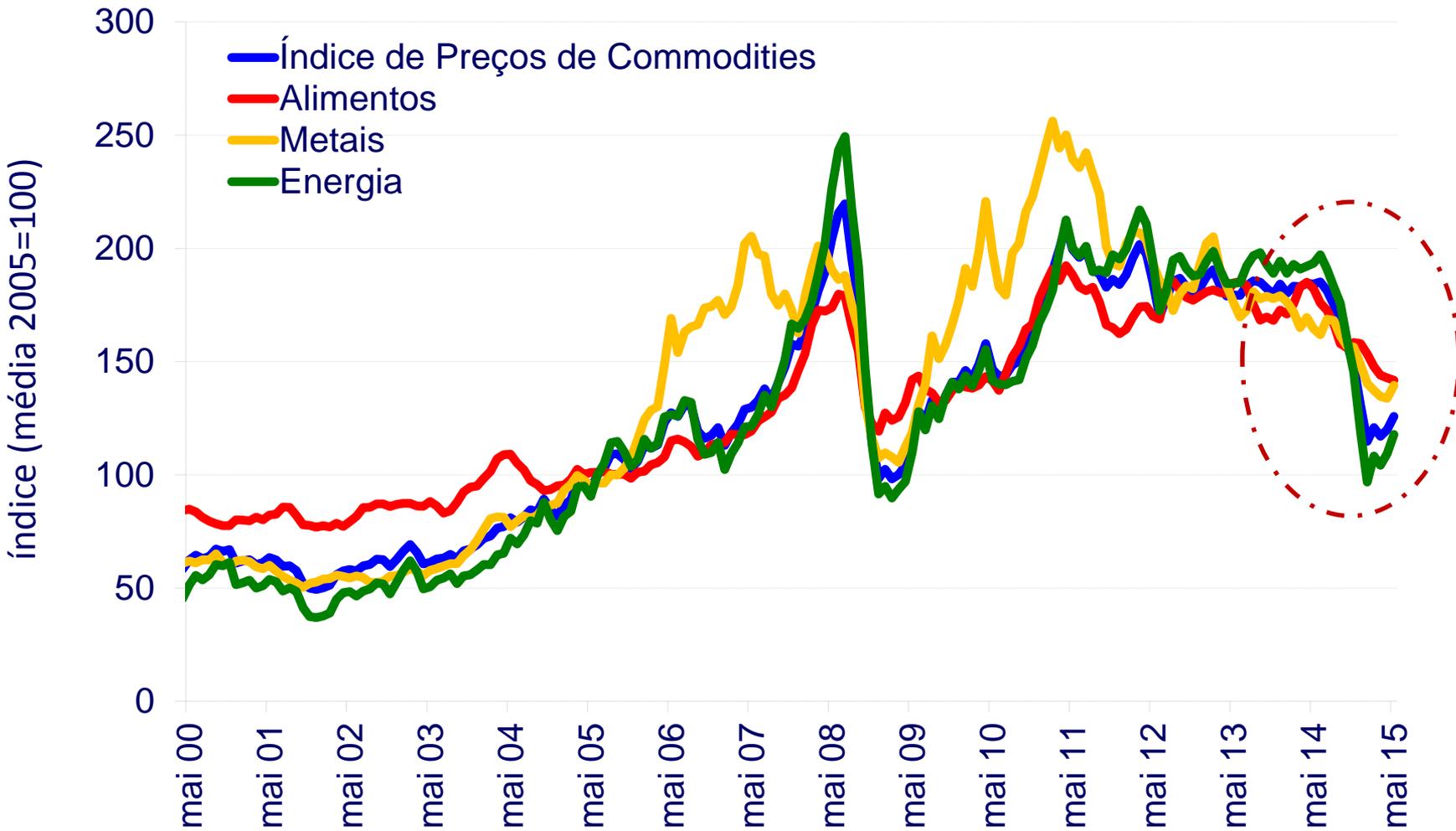
- Melhor contribuição da política monetária para esse círculo virtuoso e mais crescimento é colocar a inflação na meta de 4,5% no final de 2016 e ancorar expectativas no médio-longo prazos

II. Ambiente Internacional

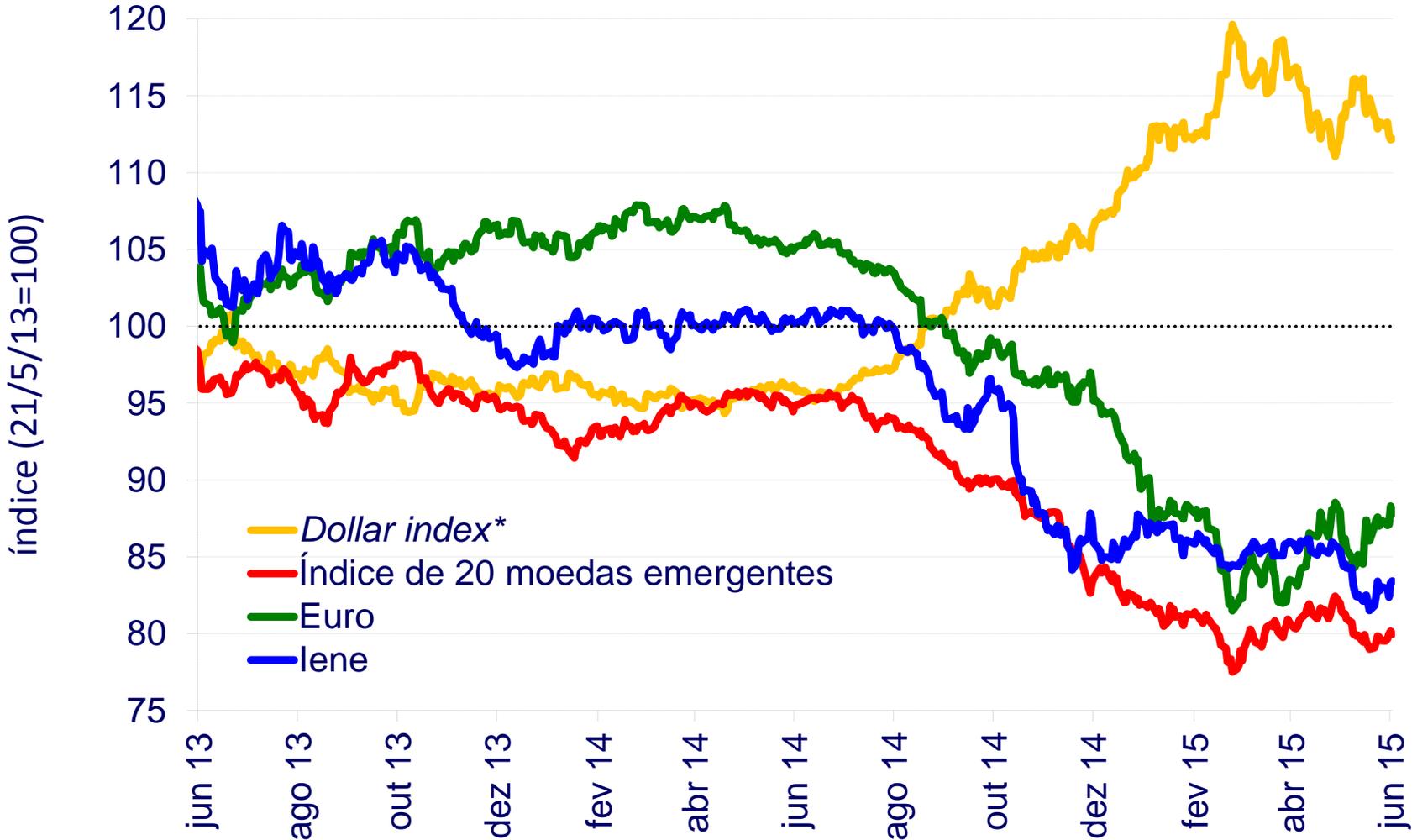
- Esperando a normalização dos juros pelo Fed; nesse contexto, fortalecimento global do dólar com melhora nos EUA; mesmo com melhor preparação, volatilidade é possível
- Processo de moderação de preços de *commodities*; melhor ambiente e redução do *deficit* da nossa conta corrente

Preços de *Commodities* em Queda

Índice de *commodities* e subíndices calculados pelo FMI



Valorização do Dólar é Tendência (mas Vol existe)



dados até 19/6; *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)

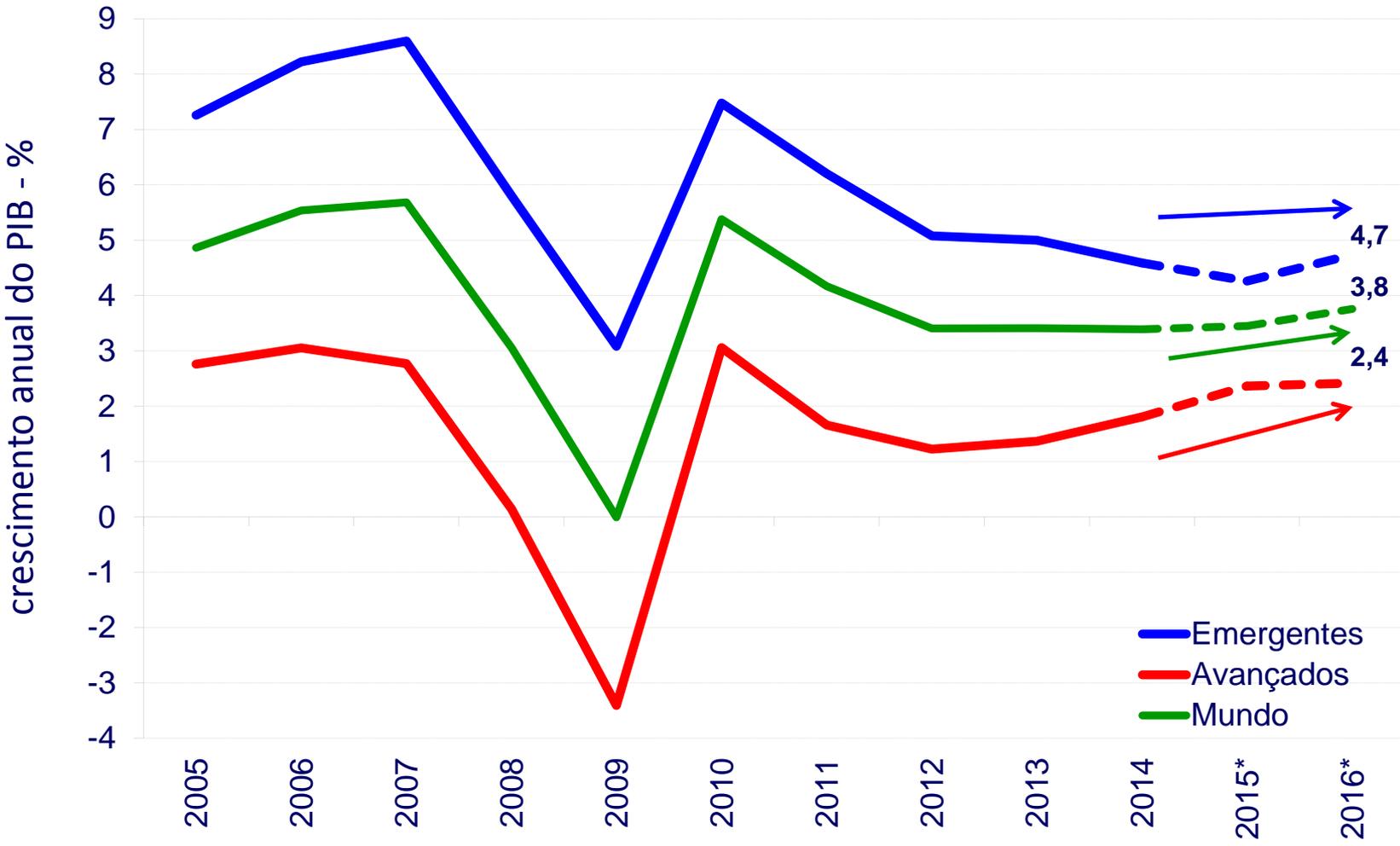
Retrospectiva – Exterior (desde 1º T 2015)

- Aversão ao risco em patamar reduzido, mas com episódios de volatilidade (e.g., bônus soberanos das economias maduras); possível volatilidade em moedas (e.g., fortalecimento do dólar)
- Com o processo de recuperação desigual nas economias do G3, os respectivos bancos centrais empreenderam ações assimétricas na condução da política monetária
- Riscos para a estabilidade financeira global ainda tendem a permanecer elevados

Perspectivas – Exterior 2015-2016

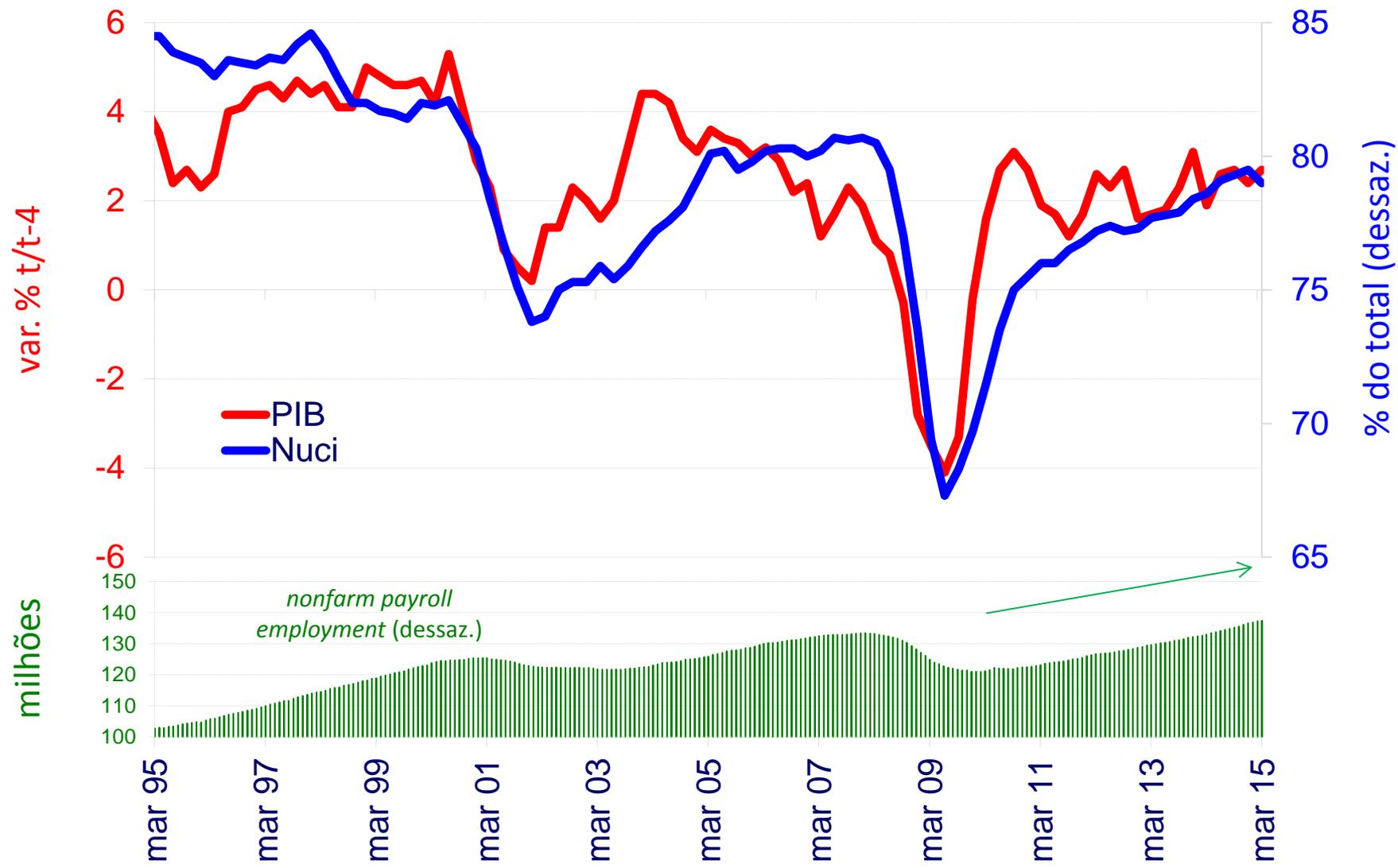
- Ao longo do horizonte relevante para a política monetária, perspectivas de ritmo mais intenso de atividade global (e.g., melhora nos EUA, QE na Europa e Japão)
- Tendência à redução dos preços do petróleo e *commodities* sugere inflação global contida em 2015 e 2016; apesar de avanço mais recente nos preços de *commodities* energéticas e metálicas, recuo no segmento de agrícolas

Economia Global em Recuperação Gradual



*projeção

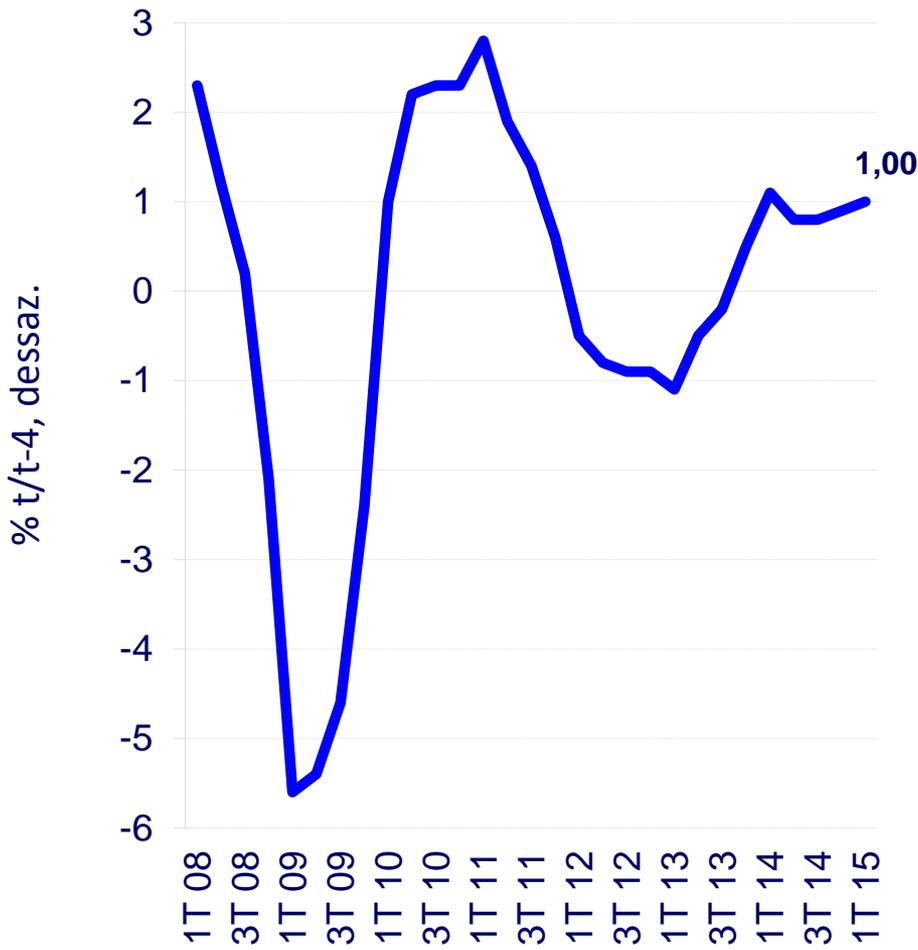
Recuperação da Economia dos EUA



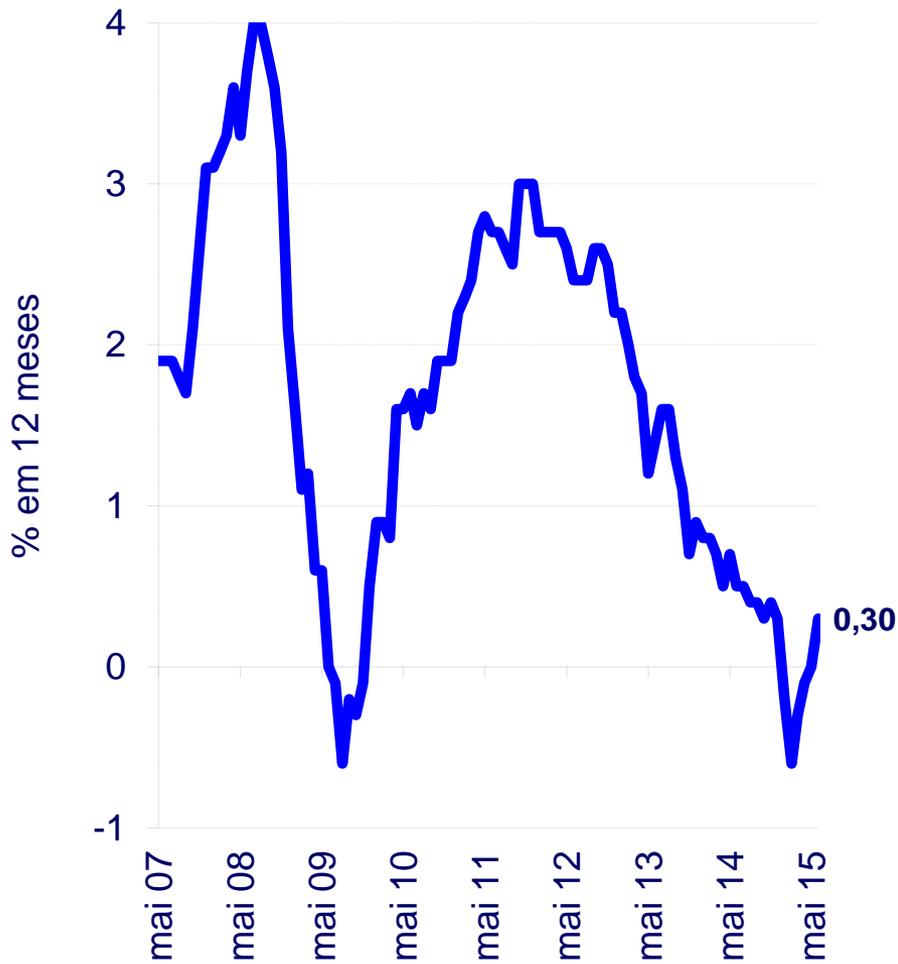
Fonte: U.S. BEA; Federal Reserve e U.S. BLS

Europa – Crescimento e Inflação

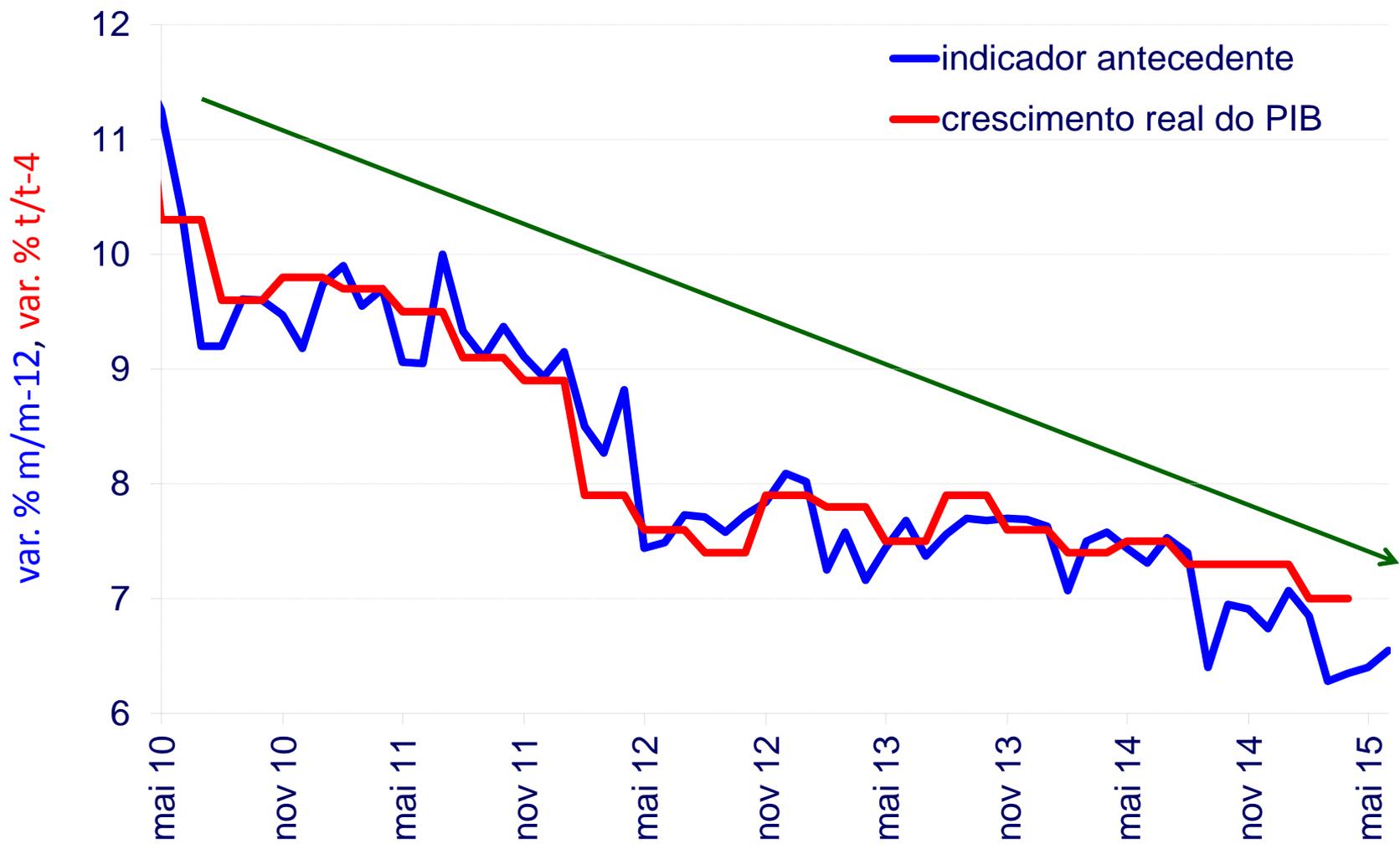
Crescimento do PIB – Área do Euro



Inflação ao Consumidor – Área do Euro



China – Desaceleração Gradual

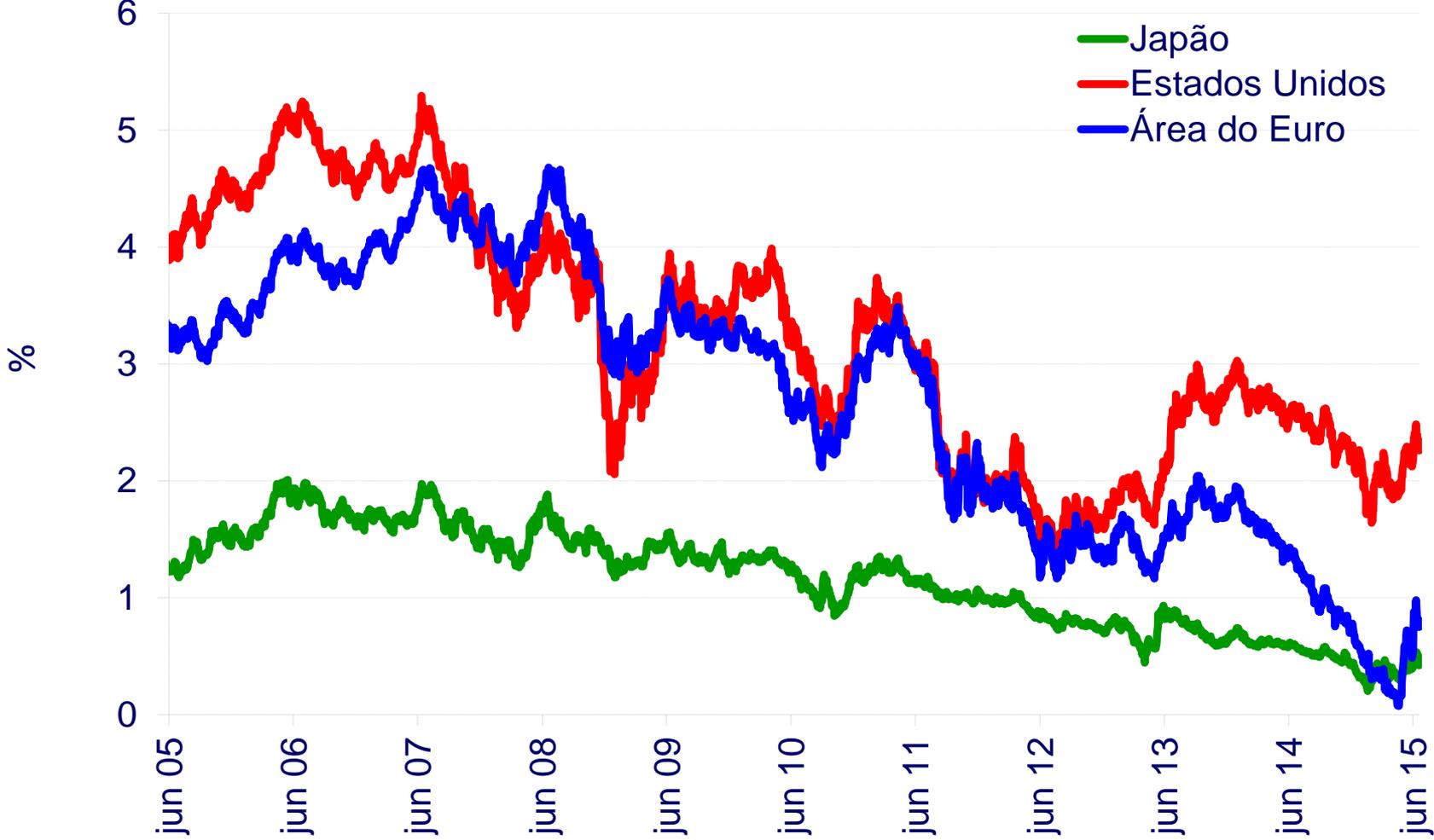


Boxe: Política Monetária no G3

- Economias avançadas em posições distintas do ciclo econômico. EUA já consolidando a retomada do crescimento econômico
- Riscos de deflação aumentaram desde o 2º semestre de 2014, sobretudo na Área do Euro e no Japão; na margem, esse risco diminuiu
- Políticas monetárias em momentos distintos: Fed já tendo encerrado o Programa de Compra de Ativos, BCE e BoJ em meio a esse processo. Fed sinaliza provável início de ciclo de alta em sua taxa de referência
- Crescimento mais forte nos EUA e perspectiva de alta para os *fed funds* favorecem a apreciação do dólar. *Dollar Index* valorizou-se 18,4% entre julho de 2014 e 10 de julho de 2015
- Recentes elevações nos rendimentos dos papéis de 10 anos dos EUA e Alemanha. Mas, postura atual de política monetária na Europa e Japão tende a ser viés de baixa para a inclinação da curva de juros nos EUA

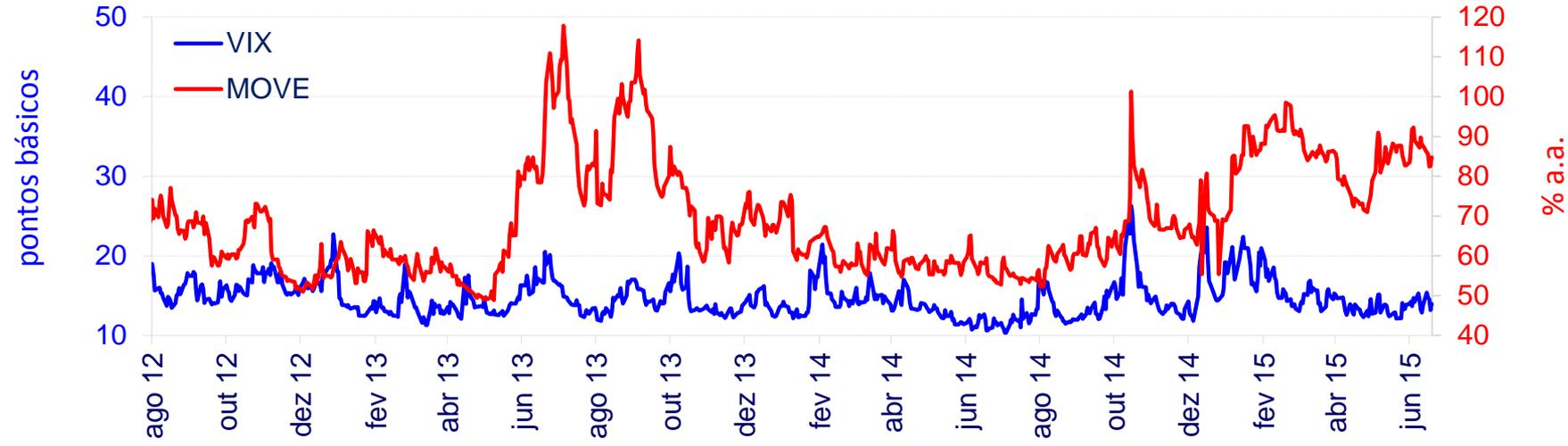
Divergência na Política Monetária

Juros de Títulos de 10 Anos

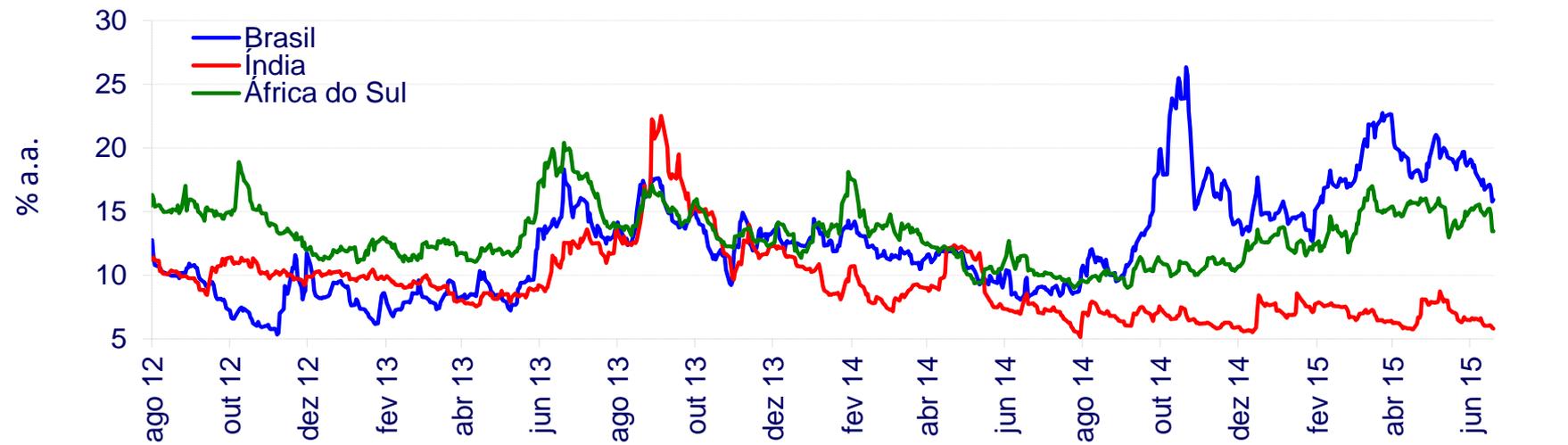


Volatilidade

VIX e Volatilidade nos Mercados de Títulos



Volatilidade de Moedas



dados até 19/6

Boxe: Projeções para o Balanço de Pagamentos

Revisão para 2015 mostra sinais de melhoras em curso:

- O ajuste macroeconômico em curso permitiu reduzir a estimativa de *deficit* em conta corrente de US\$84 bilhões para US\$81 bilhões (4,2% do PIB). Em 2014, o *deficit* em conta corrente atingiu US\$104,8 bilhões (4,5% do PIB)
- Estima-se manutenção do *superavit* comercial em US\$3 bilhões, acompanhado de nova contração na corrente de comércio. Estimativas para exportação e importação foram reduzidas, em US\$10 bilhões cada, para US\$200 bilhões e US\$197 bilhões, respectivamente
- O recuo no *deficit* projetado de serviços decorreu, principalmente, de menores despesas esperadas em viagens (redução de US\$1,5 bilhão) e transportes (redução de US\$1 bilhão)
- A projeção de lucros e dividendos foi reduzida em US\$1,5 bilhão, atingindo US\$21 bilhões, ante US\$31,2 bilhões ocorridos em 2014
- Nos passivos da conta financeira, as estimativas de Investimento Direto (US\$80 bilhões) e taxa de rolagem (100%) foram mantidas, enquanto o ingresso líquido de ações e fundos de investimento foi elevado de US\$13 bilhões para US\$15 bilhões

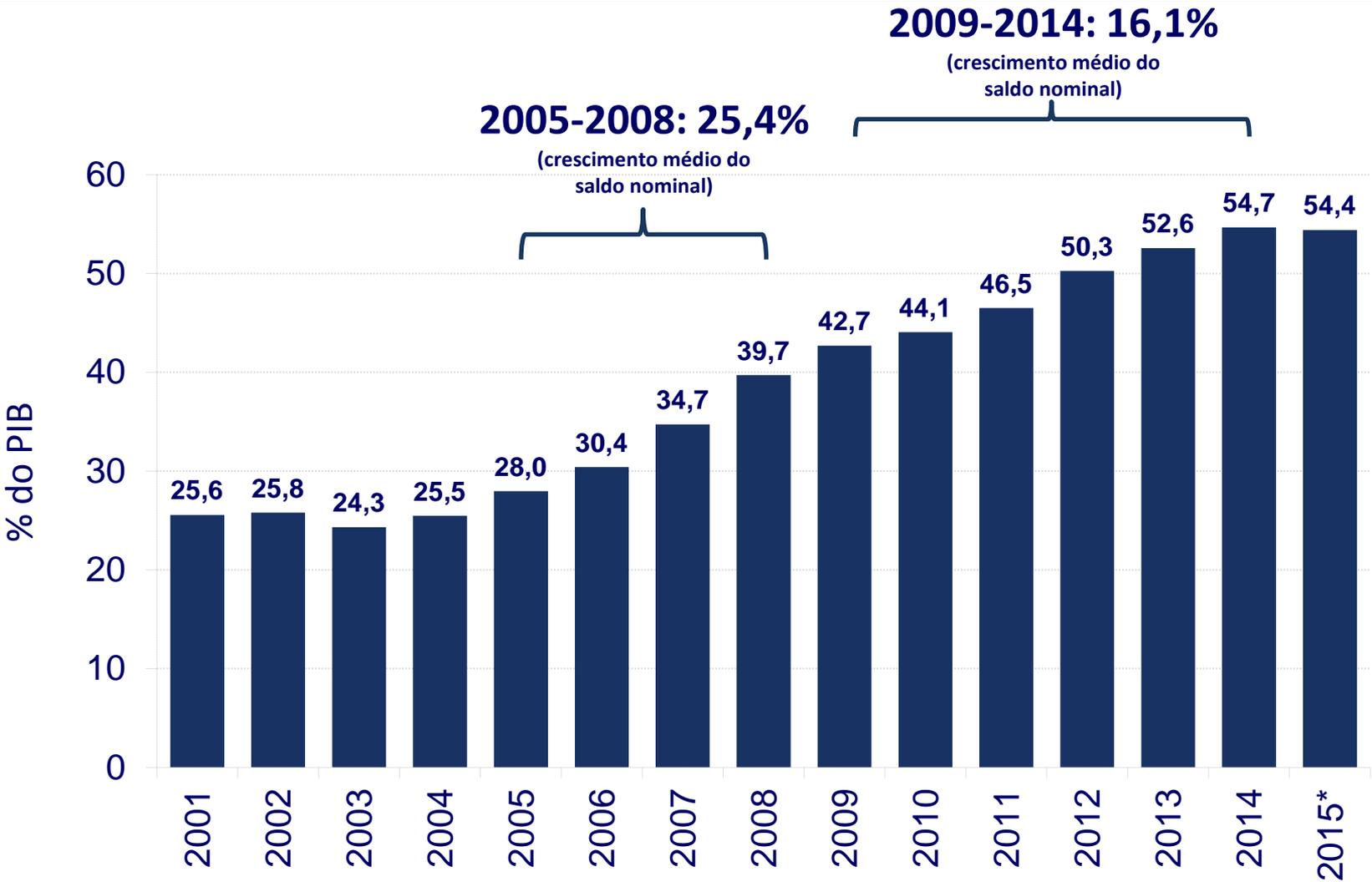
Resumo Externo: Preparar-Nos para “Lift-Off” do Fed

- Normalização é complexa; Fed *lift-off* depois do *tapering* é evento mais esperado, bem anunciado e bem preparado
- Percepções sobre o Brasil estão evoluindo; efeito positivo do ajuste macroeconômico; não houve “tempestade perfeita”; mas, apesar da melhora na percepção, é imprescindível continuar o processo de ajuste
- Temos que estar com a macroeconomia em ordem e estabilizada para o *lift-off*; usando receita padrão: reforçar o arcabouço de política econômica, mantendo fundamentos sólidos

III. Condições Financeiras

- **Moderação no ritmo de concessão de crédito condizente com ajuste e ciclo**
- **Robustez e liquidez do SFN permanecem e garantem estabilidade financeira**

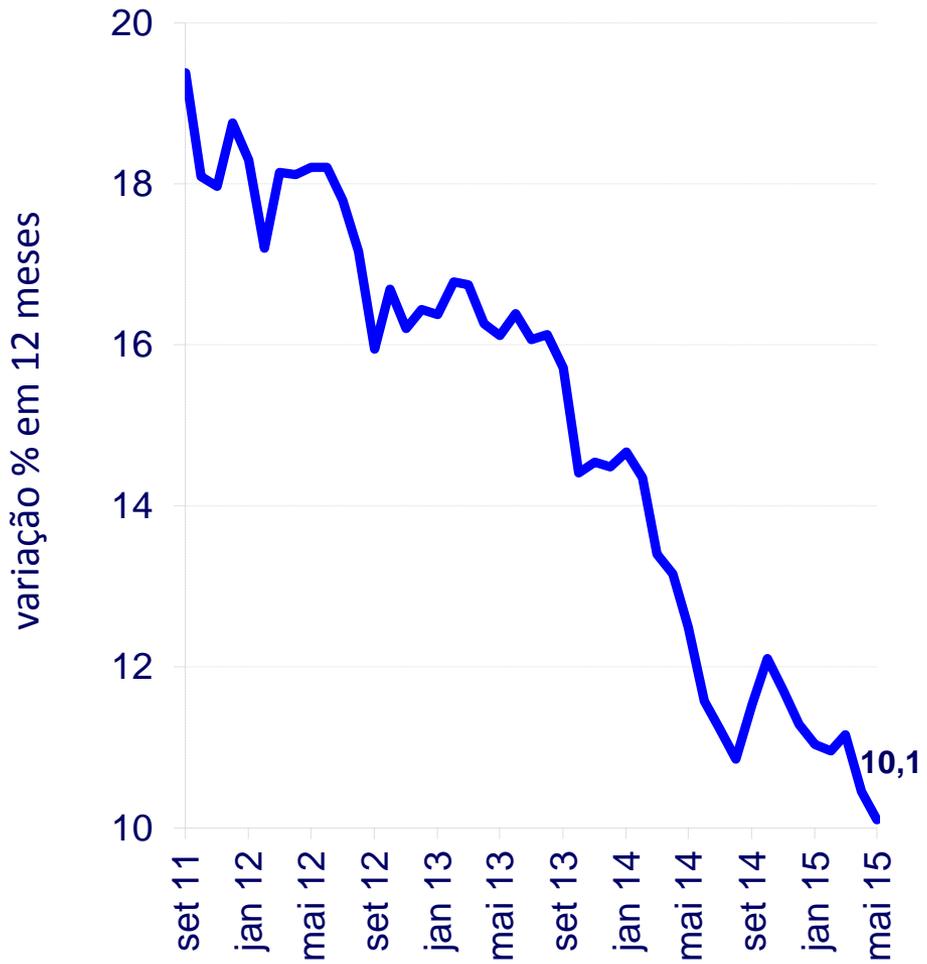
Crédito/PIB



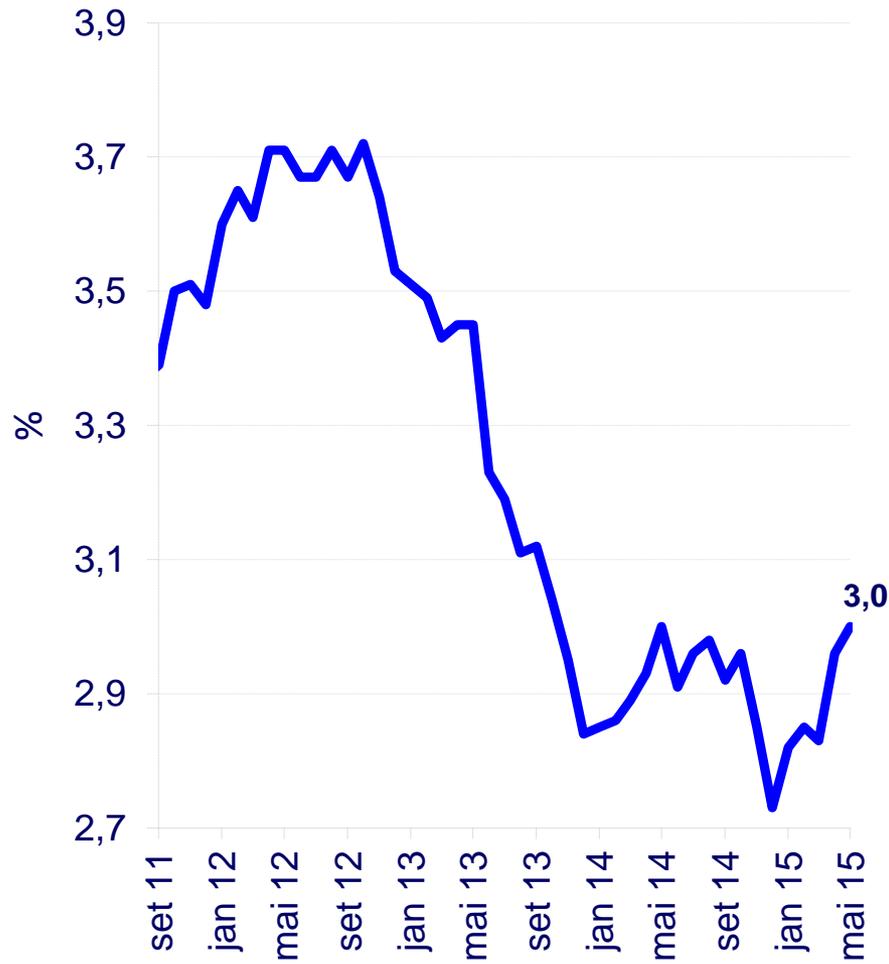
nova metodologia a partir de 2011; * mai 15

Crédito e Inadimplência

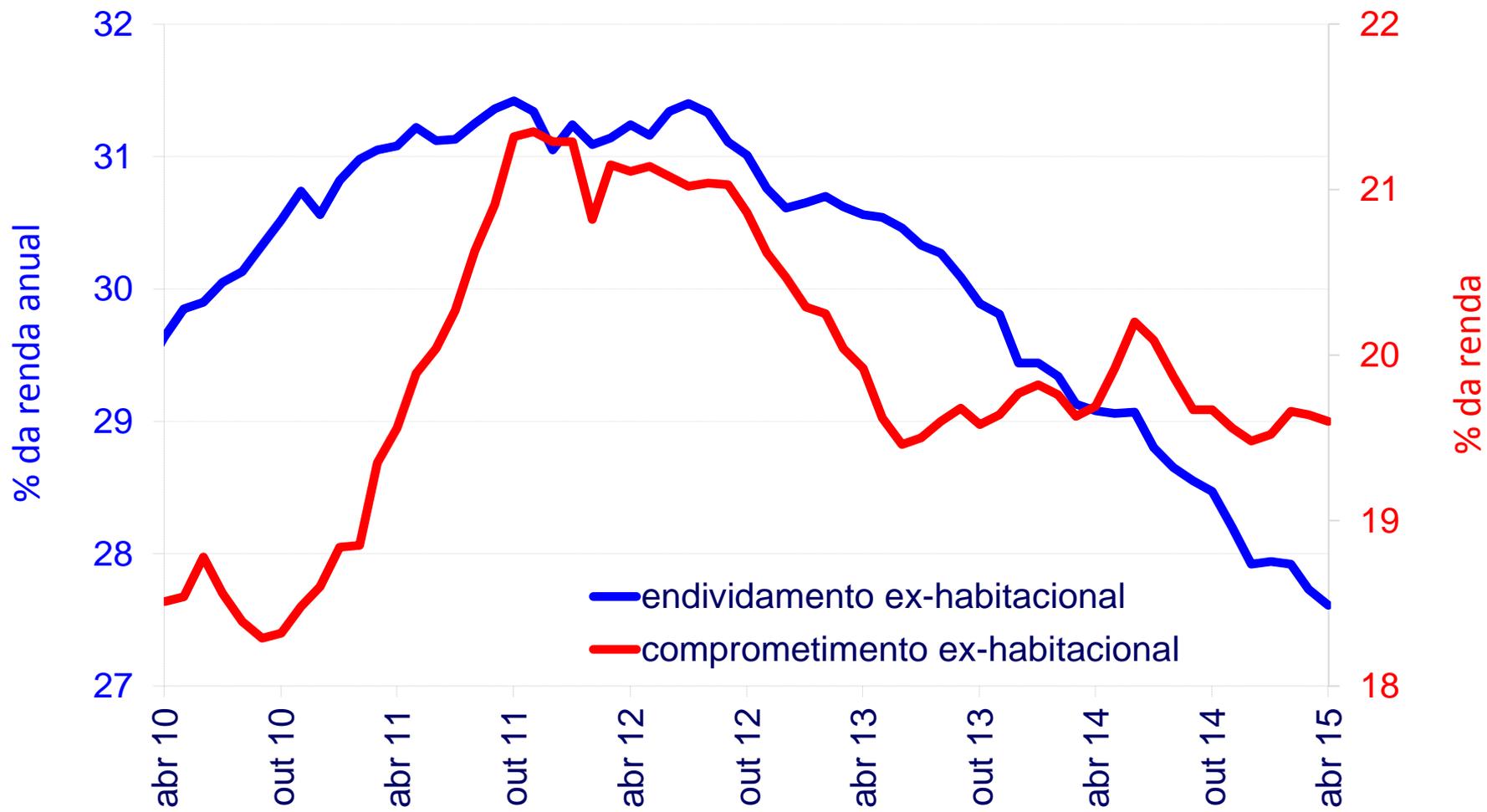
Expansão do Saldo do Crédito



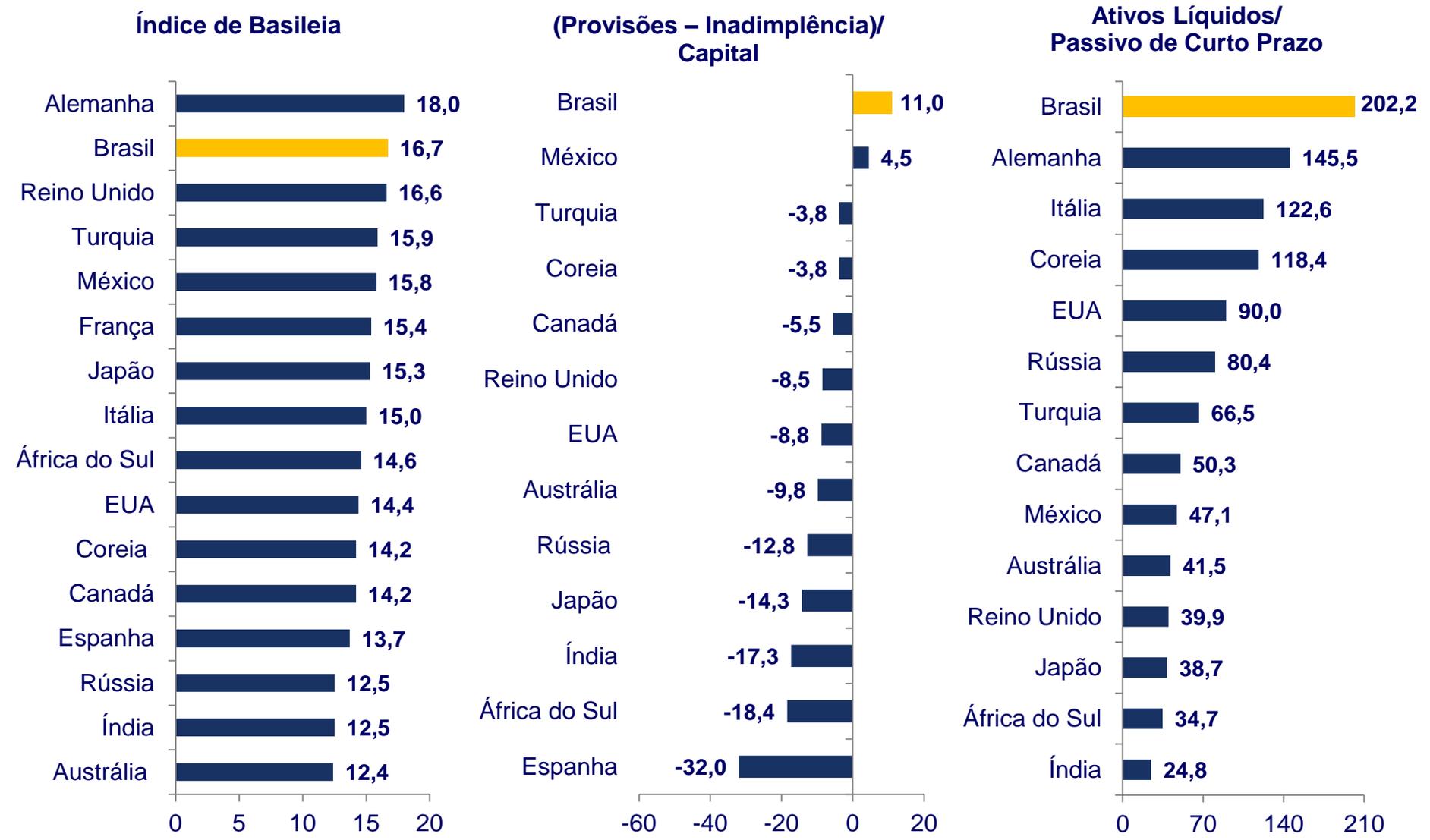
Inadimplência



Endividamento das Famílias em Declínio



Indicadores de Solidez Financeira



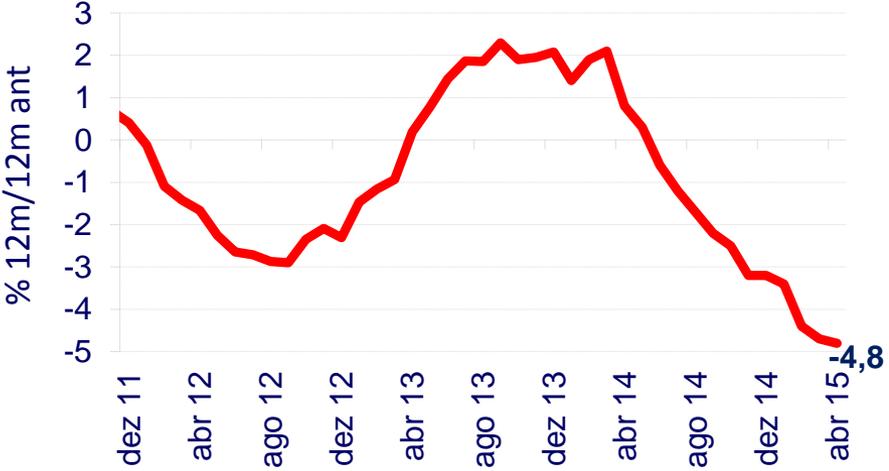
Fonte: FMI (FSI – últimos dados disponíveis)

IV. Atividade

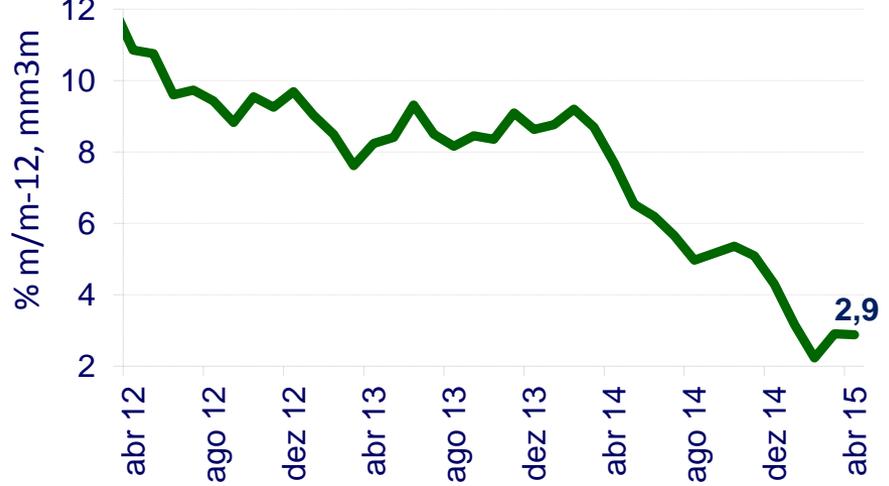
- **2015 ano de ajuste, esperam-se reflexo na atividade e taxas de crescimento que tendem a ser baixas (abaixo do potencial); eventos não-econômicos sobrepõem-se ao ciclo**
- **Retomada a partir da melhora da confiança**

Oferta: baixo dinamismo

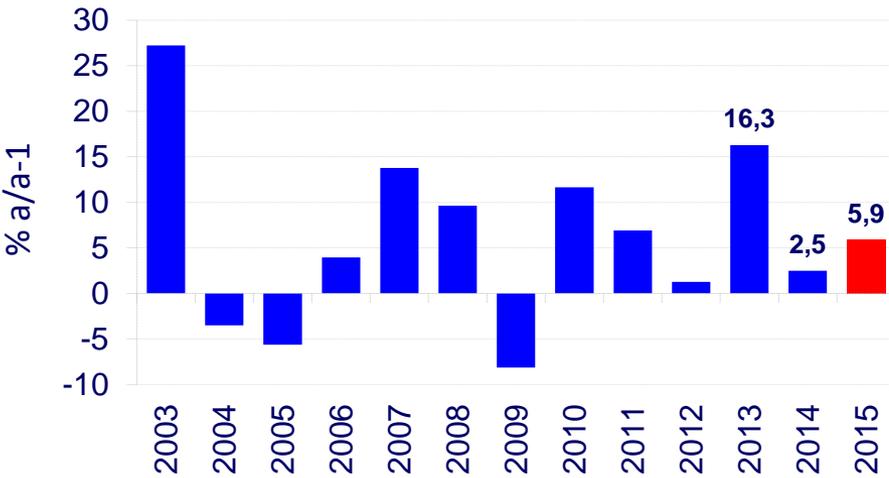
Produção Industrial



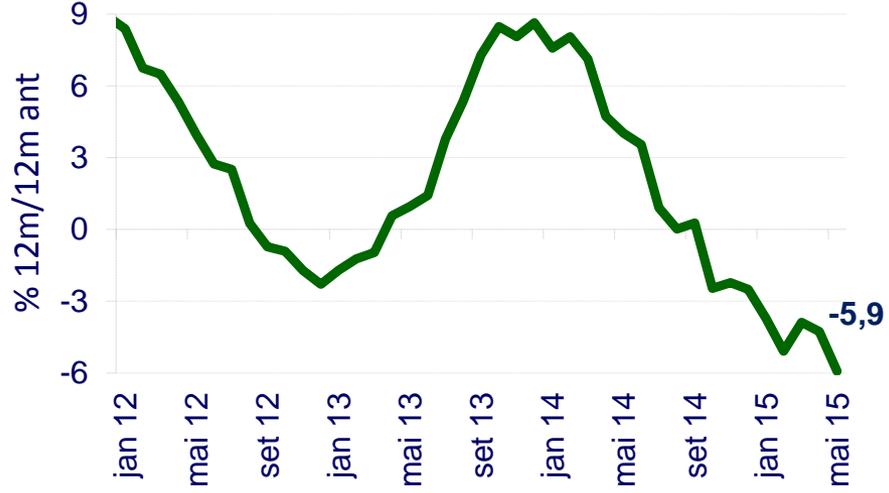
Receita Nominal de Serviços



Safra Agrícola



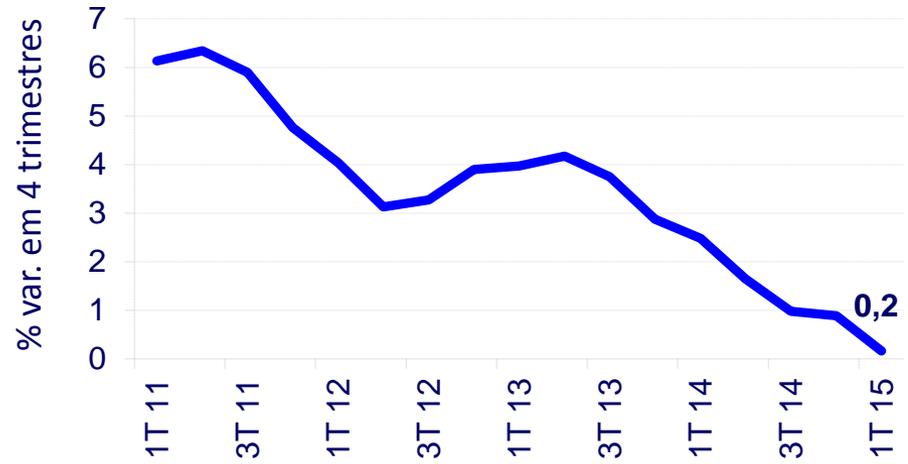
Quantum de Importações



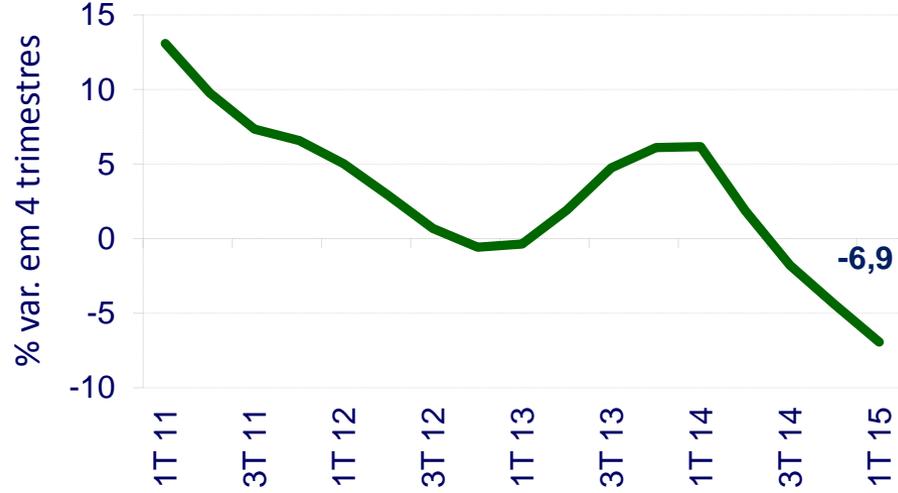
2015: estimativas IBGE em mai/15

Demanda: moderação em linha com ajuste

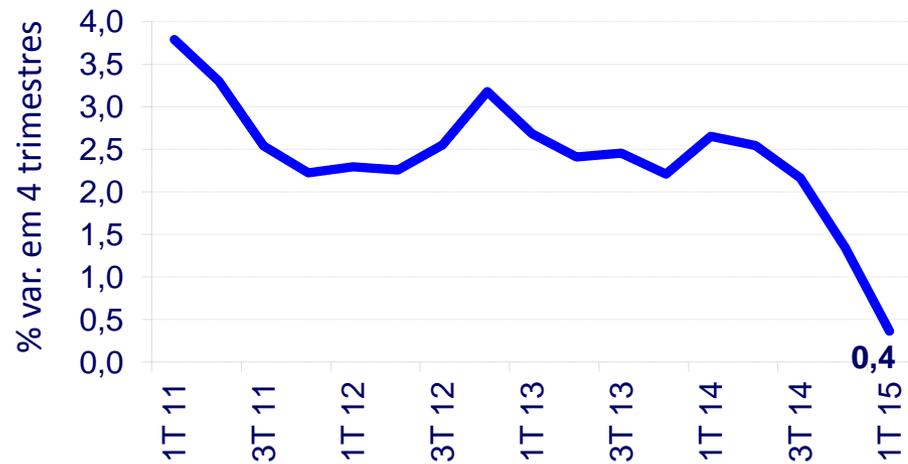
Consumo das Famílias



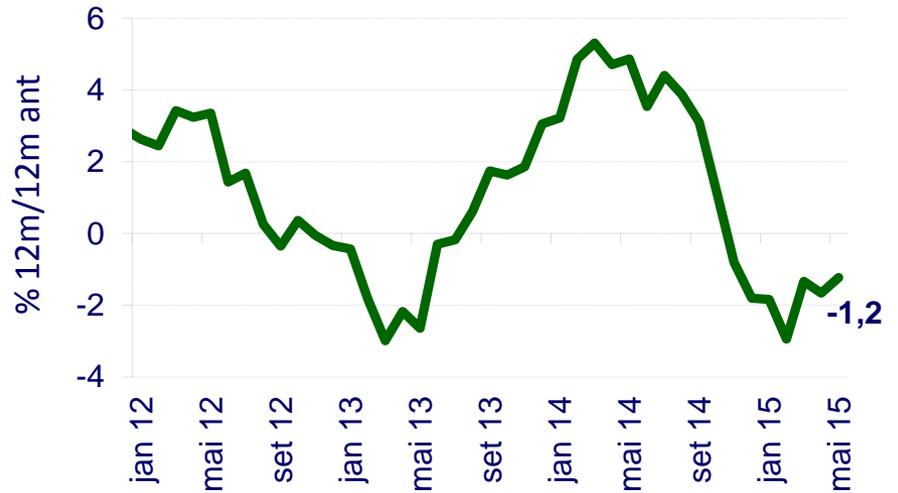
FBCF



Consumo do Governo

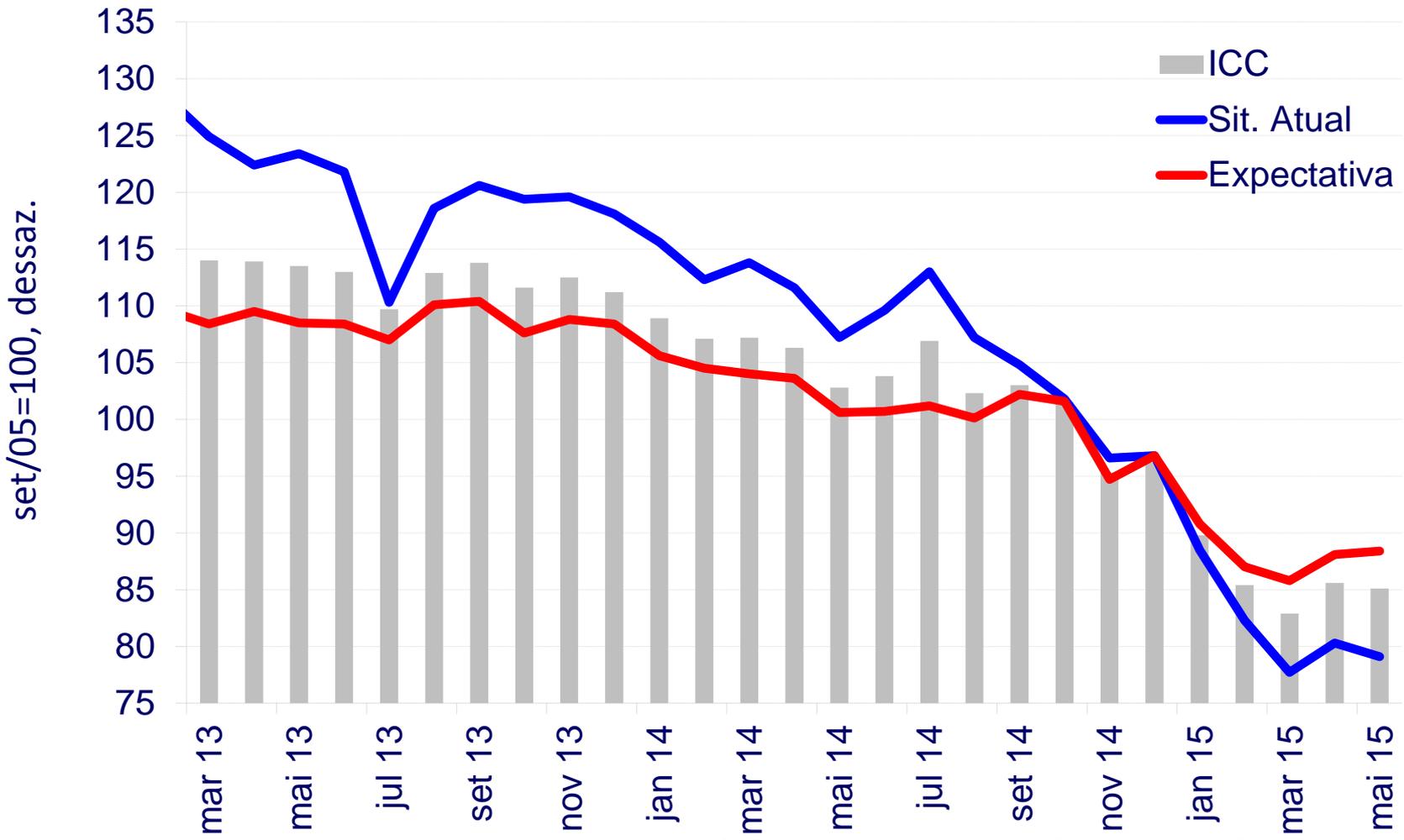


Quantum de Exportações



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

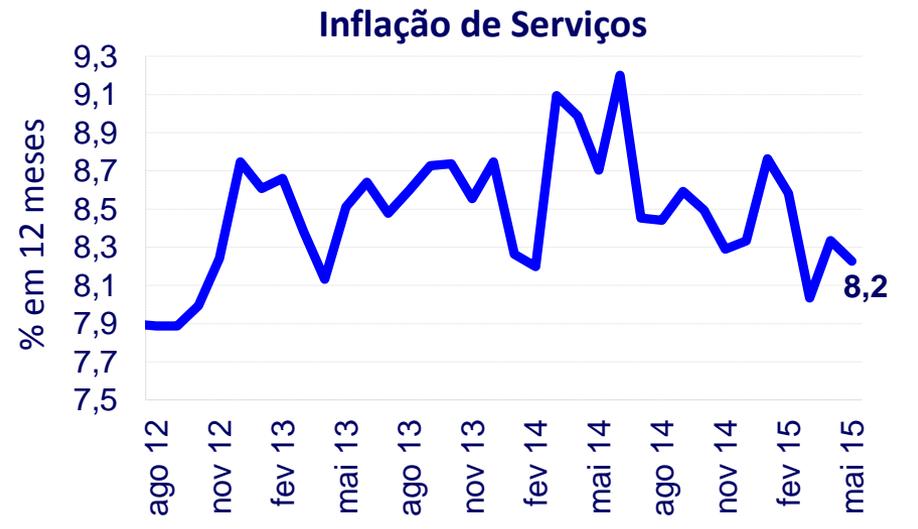
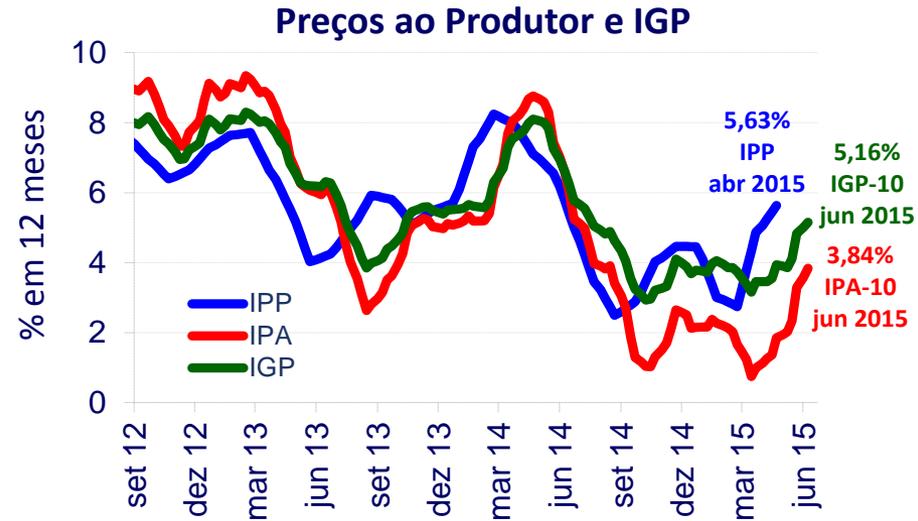
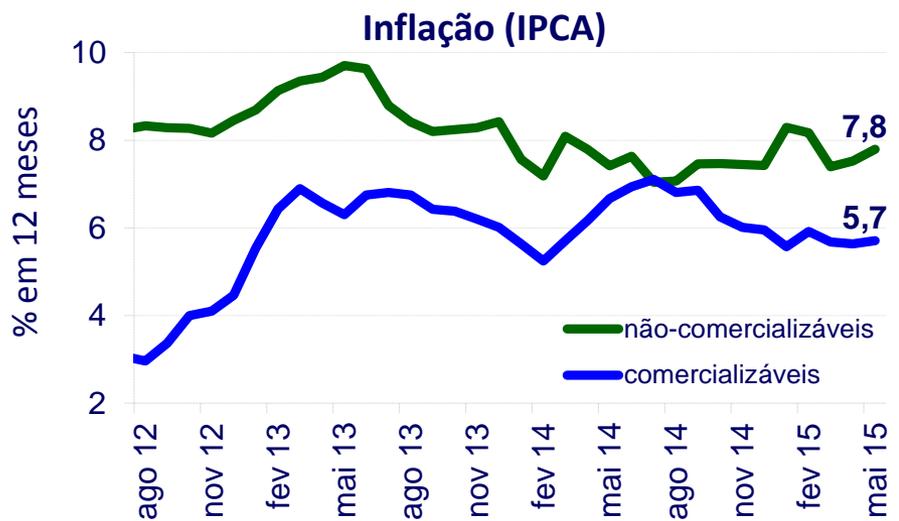
V. Evolução da Inflação

- O duplo ajuste de preços relativos (administrados e externos) impactou a inflação no 1º semestre de 2015, elevando inflação acumulada em 12 meses; objetivo é impedir sua transmissão para 2016 e para prazos mais longos
- A política monetária pode e deve conter 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

Evolução da Inflação: Puxada por Administrados

	variação em 12 meses (%)		
	mai/14	mai/15	
IPCA	6,37	8,47	▲
Livres	7,07	6,82	▼
Administrados	4,08	14,09	▲
Comercializáveis	6,67	5,71	▼
Não-Comercializáveis	7,42	7,79	▲
INPC	6,08	8,34	▲
IPC-C1	6,00	8,97	▲
IGP-DI	7,26	4,83	▼
IPA-DI	7,43	3,29	▼
Agrícola	9,32	2,75	▼
Industrial	6,73	3,50	▼
IPC-DI	6,57	8,63	▲
INCC-DI	7,75	5,74	▼

Preços: Ajuste Lento em Não-Comercializáveis

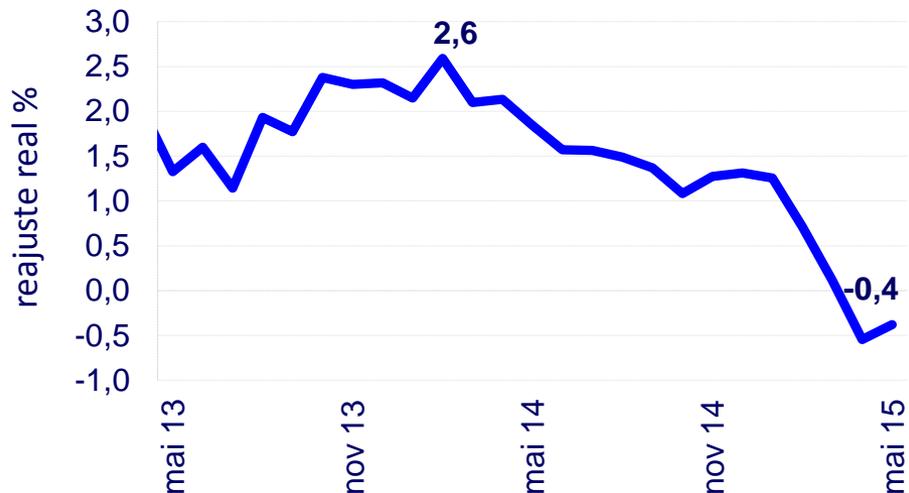


Salários: Ajustes em Curso, mas ainda Riscos

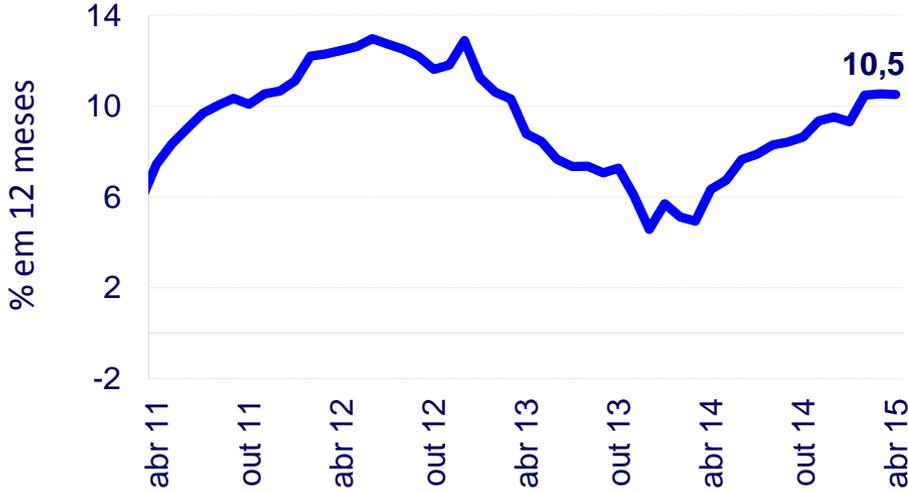
Rendimento Real



Convenções Coletivas de Trabalho



CUT**



*12m até abr; ** Custo Unitário do Trabalho na Indústria de Transformação: Folha de Pagamento Nominal/Produção física

Projeções do Banco Central para a Inflação

Cenário de Referência: Juros constantes de 13,75% a.a. e câmbio de R\$3,10/US\$

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

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

Projeções do Banco Central para a Inflação

Cenário de Mercado*: 2015 Juros de 14,00% a.a. e câmbio médio de R\$3,19/US\$
 2016 Juros de 12,00% a.a. e câmbio médio de R\$3,30/US\$

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

Obs.: inflação acumulada em 12 meses (% a.a.); *dados de 12/6

Cenário Prospectivo – Política Monetária

O Copom avalia que a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação pelo Banco Central e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços.

O Copom avalia que o cenário de convergência da inflação para 4,5% em 2016 tem se fortalecido. Contudo, os avanços alcançados no combate à inflação – a exemplo de sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo – ainda não se mostram suficientes.

Perspectivas para a Inflação

Obrigado!

Relatório de Inflação

Junho de 2015