

Perspectivas para a inflação

Relatório Trimestral de Inflação

Carlos Viana de Carvalho

Setembro de 2018

Índice

I. Introdução

II. Cenário básico

i. Atividade econômica

ii. Cenário externo

iii. Inflação

III. Projeções condicionais

I. Introdução

Missão do Banco Central

- Assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente
- O cumprimento da missão de assegurar a estabilidade de preços se dá por meio do regime de metas para a inflação, definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)

Princípios básicos

- Inflação baixa, estável e previsível: melhor contribuição da política monetária para o crescimento sustentável
- Inflação alta e volátil:
 - gera distorções, aumenta riscos, encurta horizontes de planejamento, prejudica investimentos e o crescimento econômico
 - regressiva
 - em resumo, reduz crescimento potencial, afeta geração de empregos e renda, e piora distribuição de renda

II. Cenário básico

i. Atividade econômica:

- continuidade da recuperação, em ritmo mais gradual que o antevisto no início do ano
- alto nível de ociosidade dos fatores de produção

ii. Cenário externo:

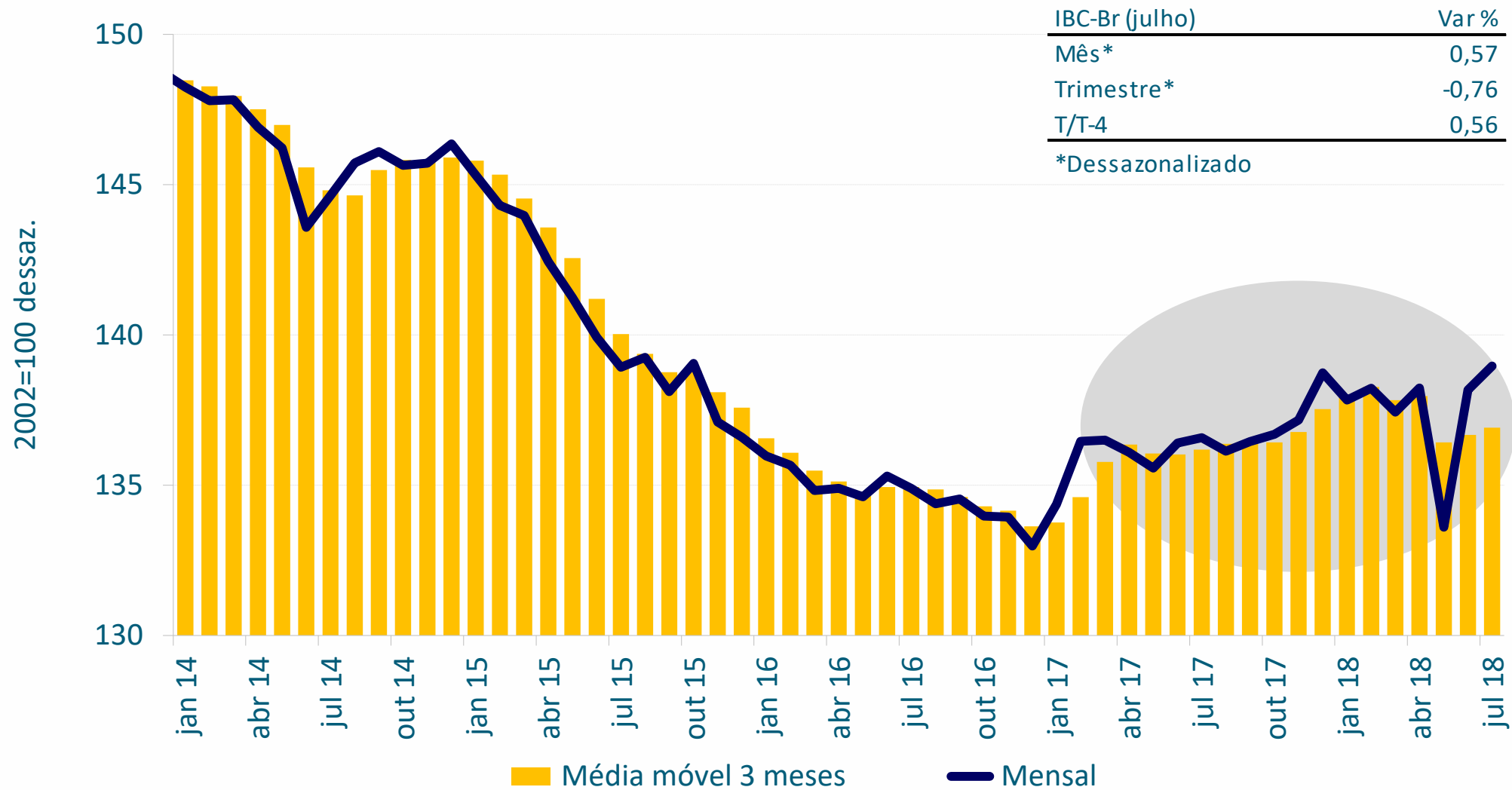
- permanece desafiador
- riscos associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas e incertezas referentes ao comércio global
- redução do apetite ao risco em relação a economias emergentes

iii. Inflação:

- medidas de inflação subjacente em níveis apropriados dos componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária
- expectativas Focus para 2018 e 2019 em torno de 4,1%; 4,0% para 2020; e 3,9% para 2021

i. Atividade econômica

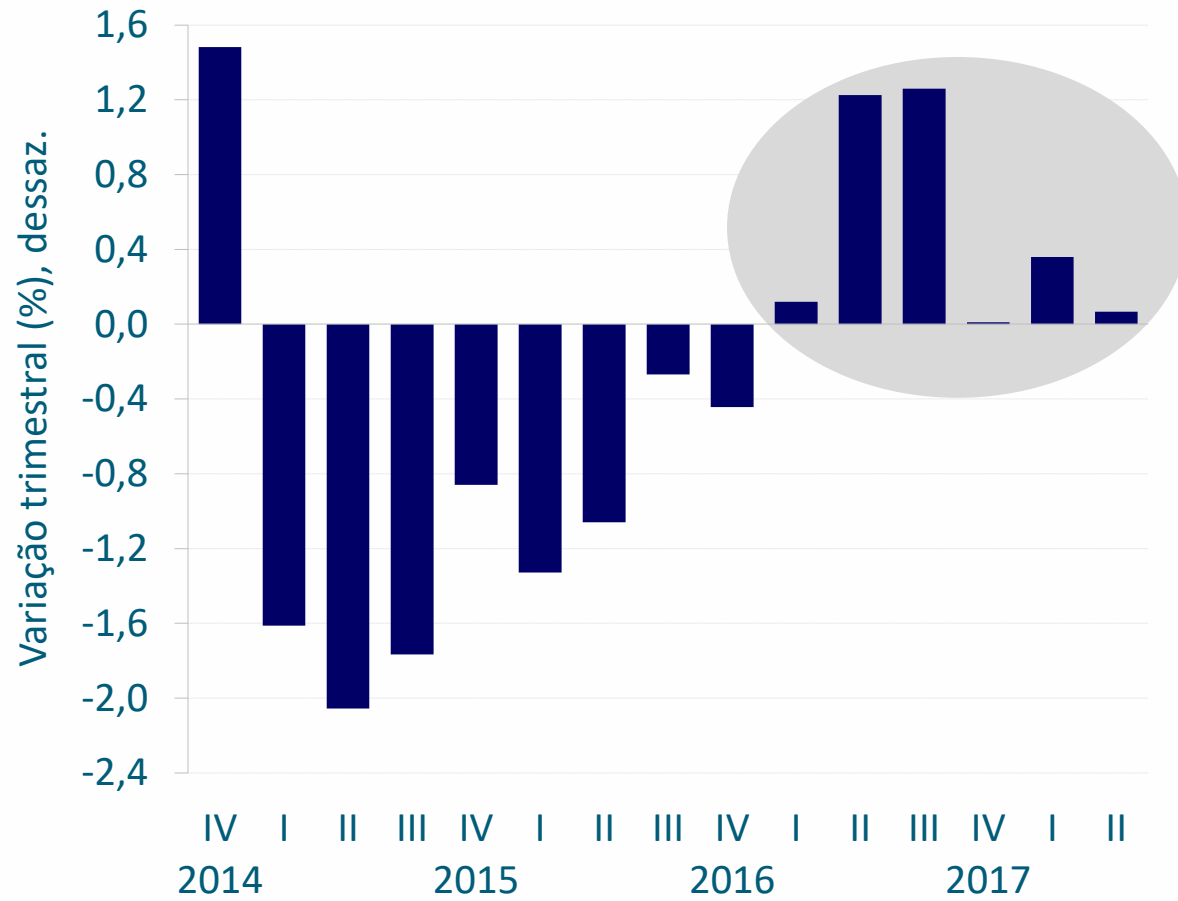
Índice de atividade econômica – IBC-Br



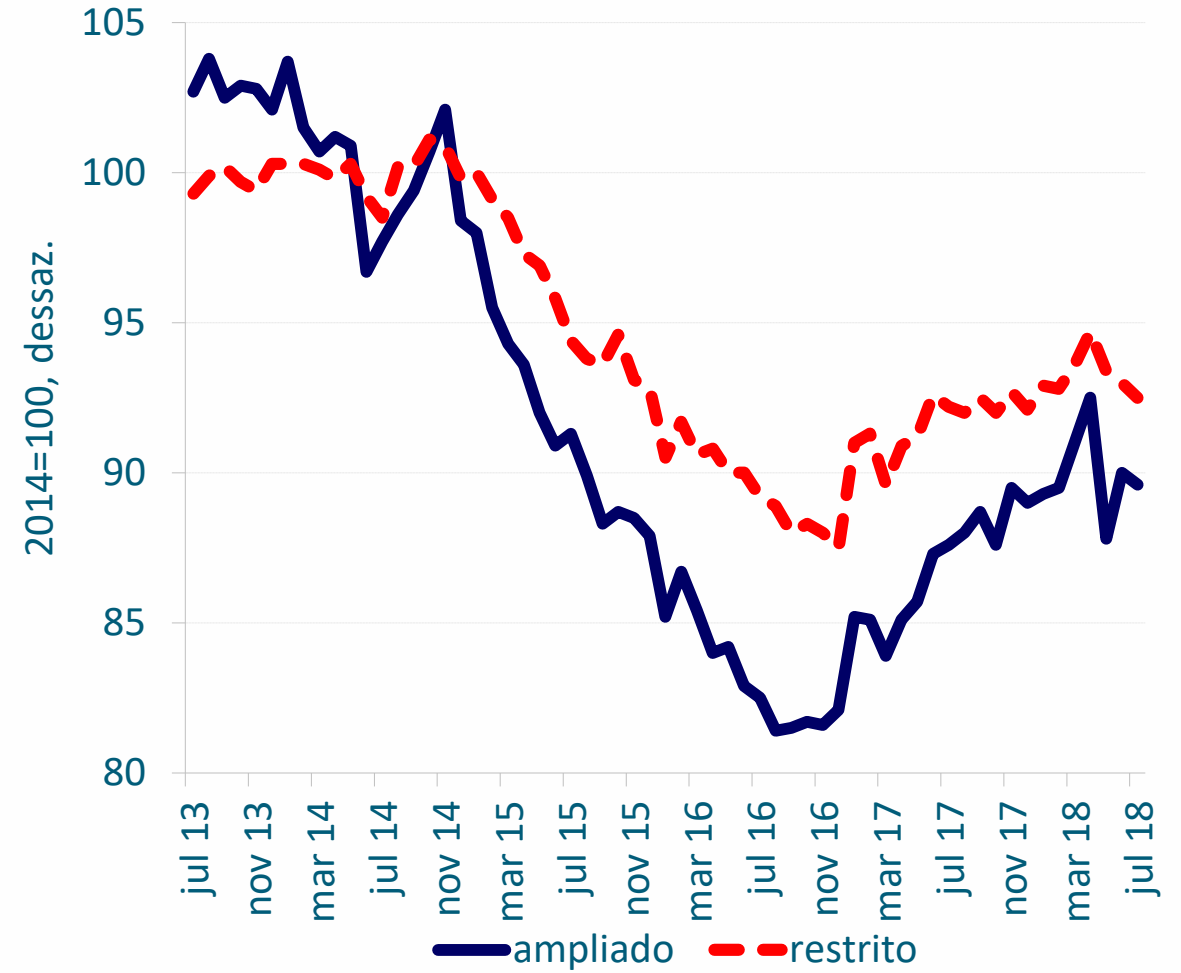
Fonte: BCB

Consumo

Consumo das famílias – PIB



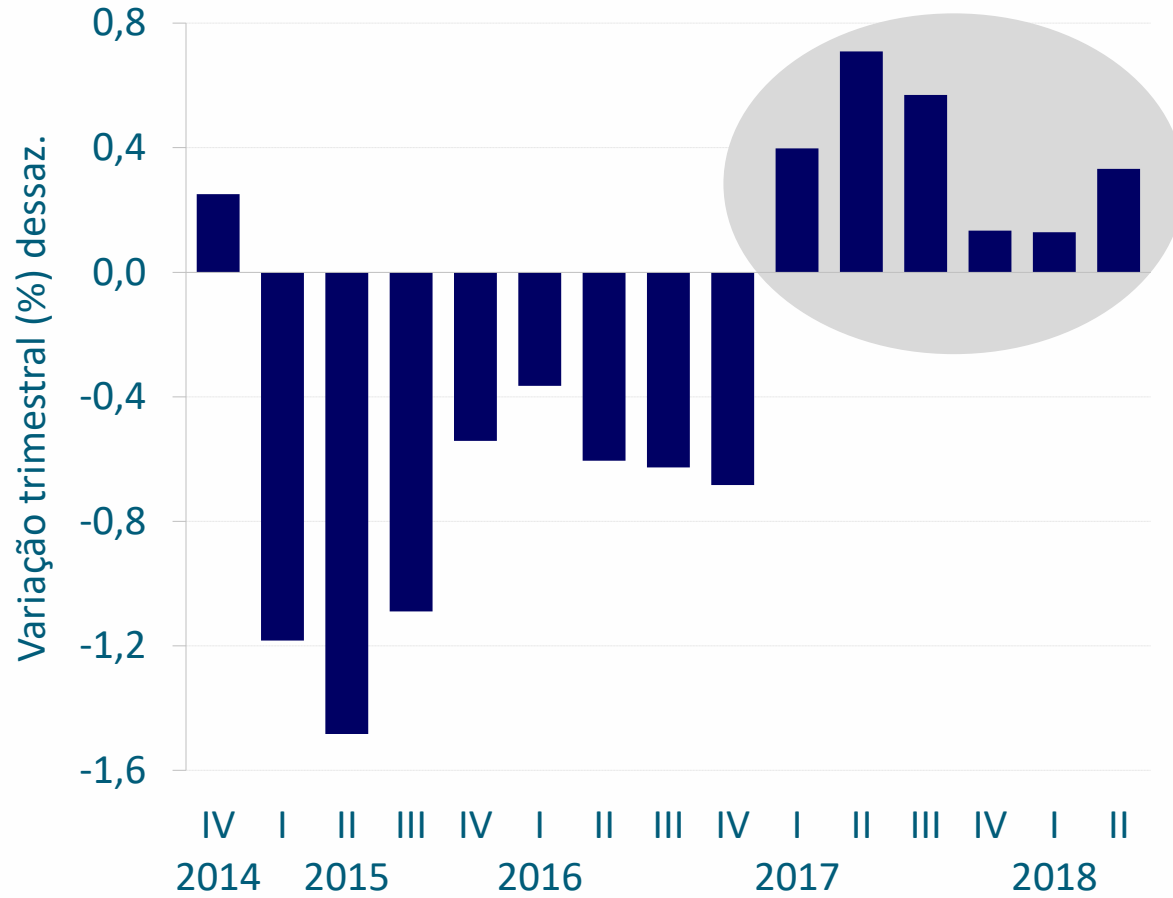
PMC – Volume do comércio varejista



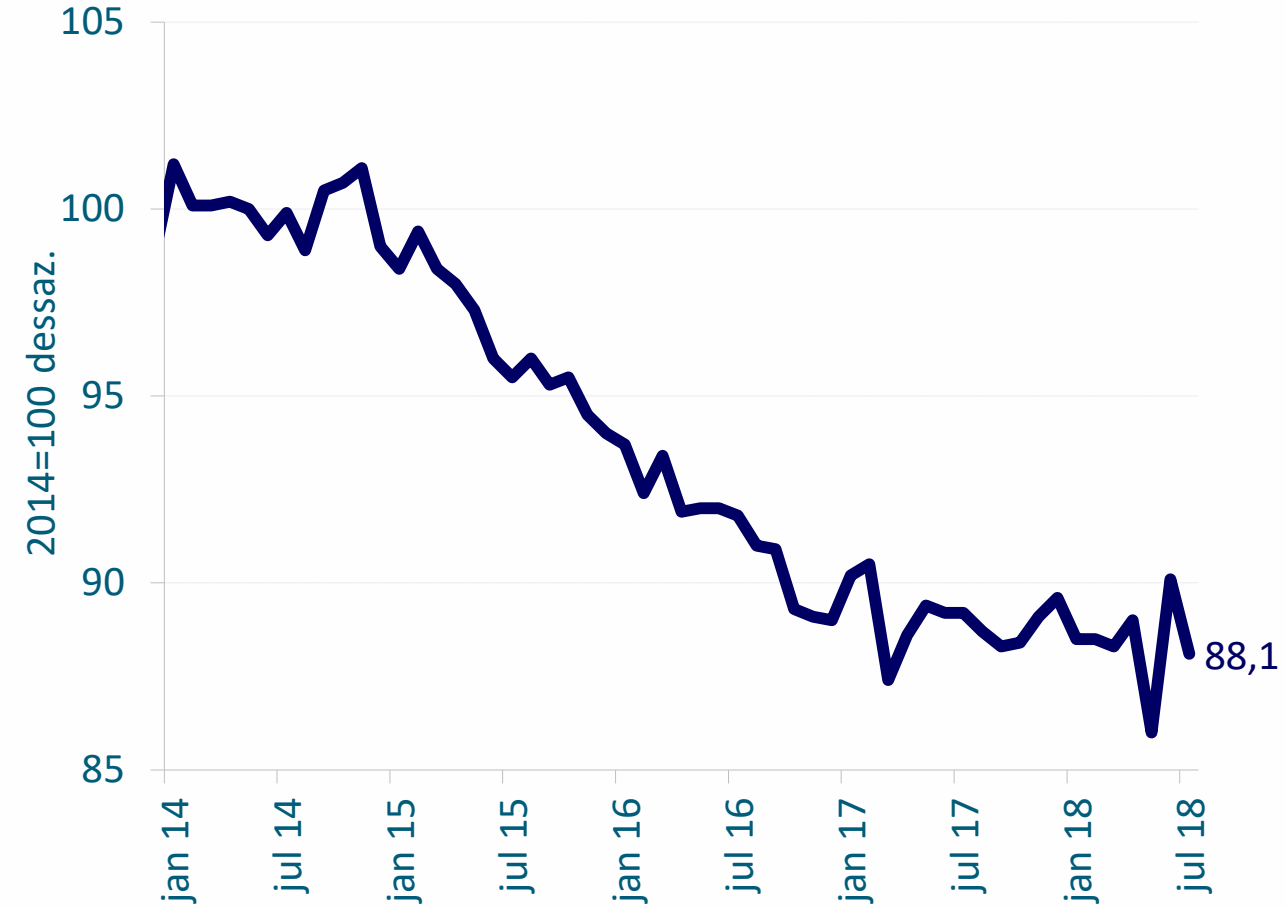
Fonte: IBGE

Setor de serviços

Valor adicionado no setor de serviços – PIB



PMS – Volume do setor de serviços

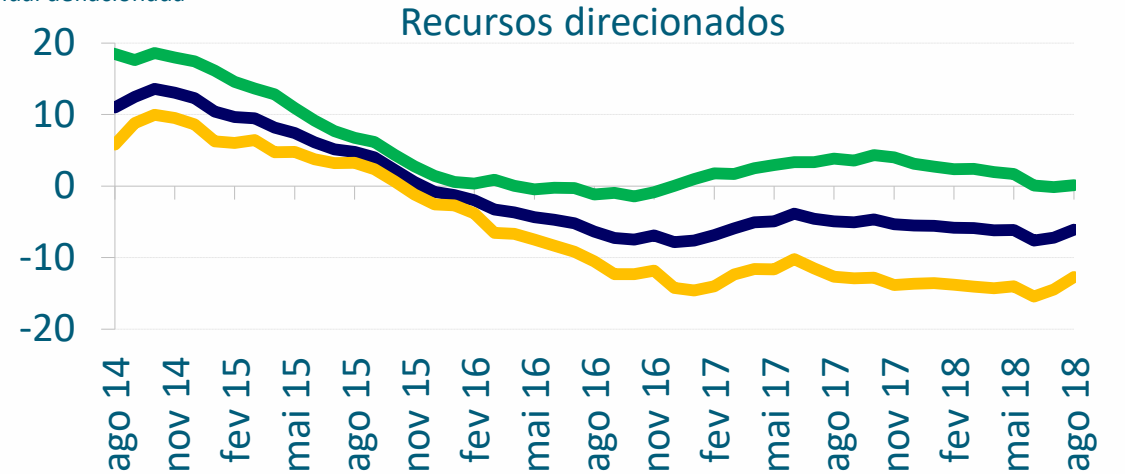
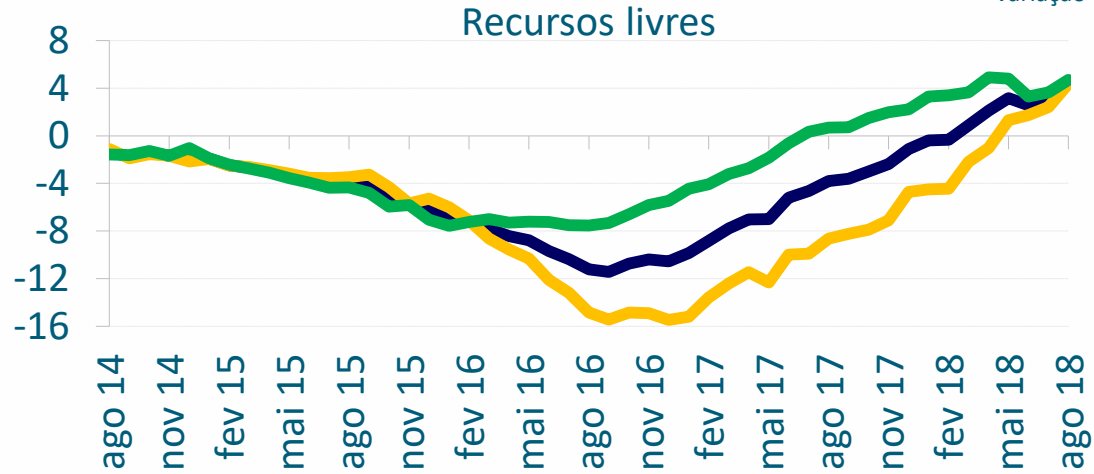


Fonte: IBGE

Evolução do crédito

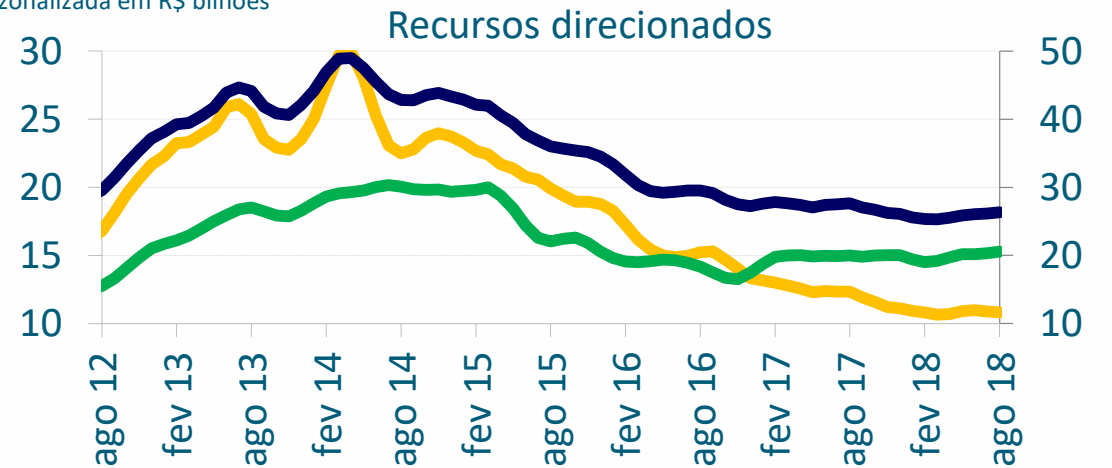
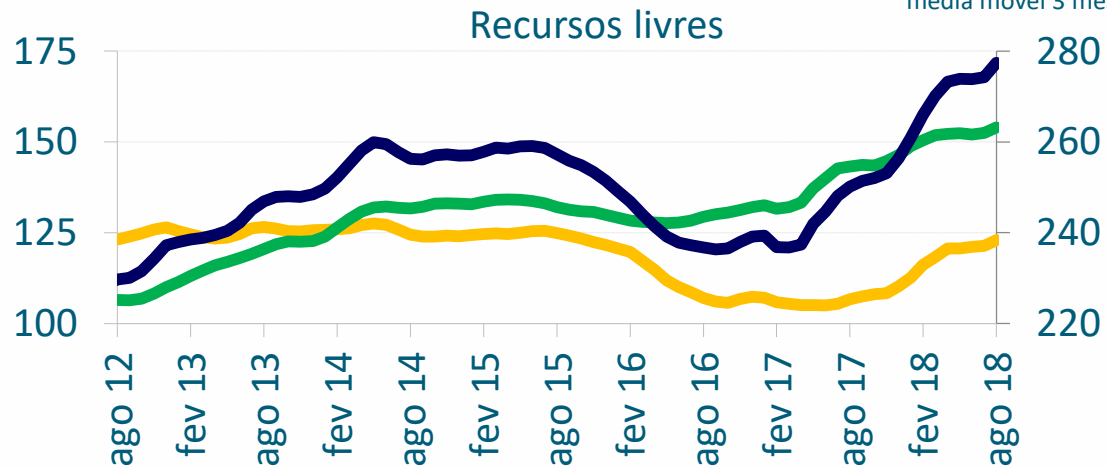
Saldo das operações de crédito

variação % interanual deflacionada



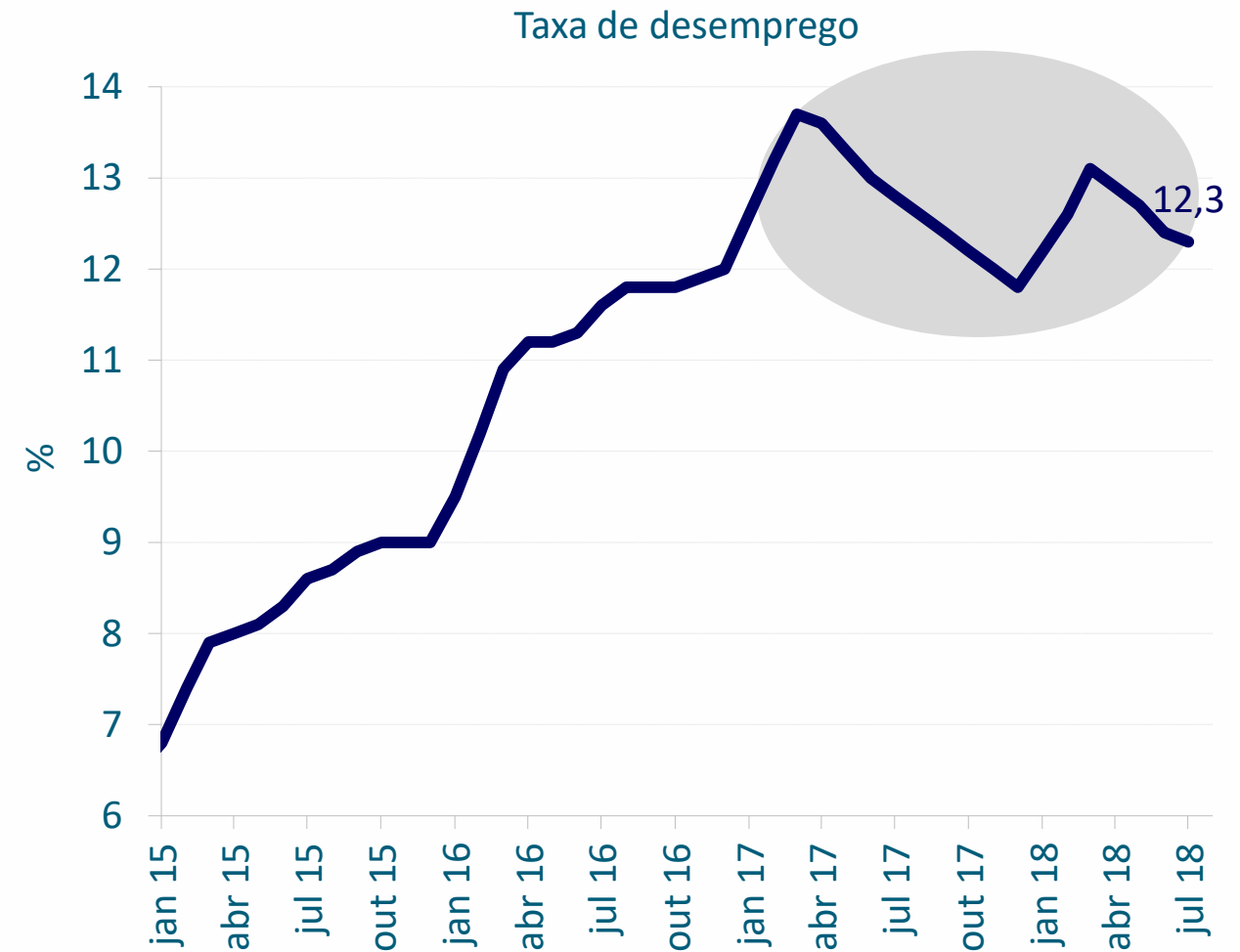
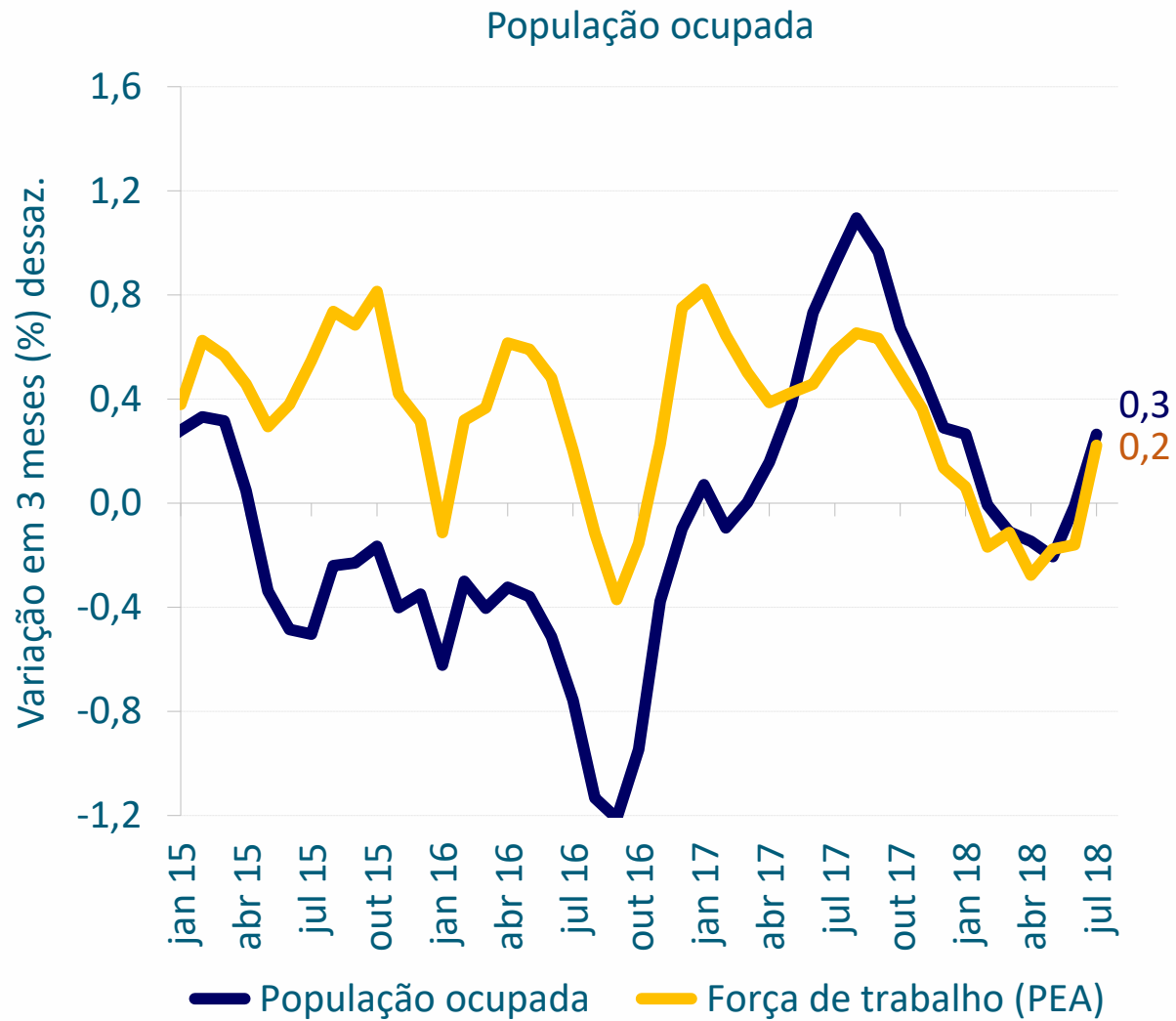
Concessões de crédito

média móvel 3 meses dessazonalizada em R\$ bilhões



■ Total
 ■ Pessoa física
 ■ Pessoa jurídica

Mercado de trabalho

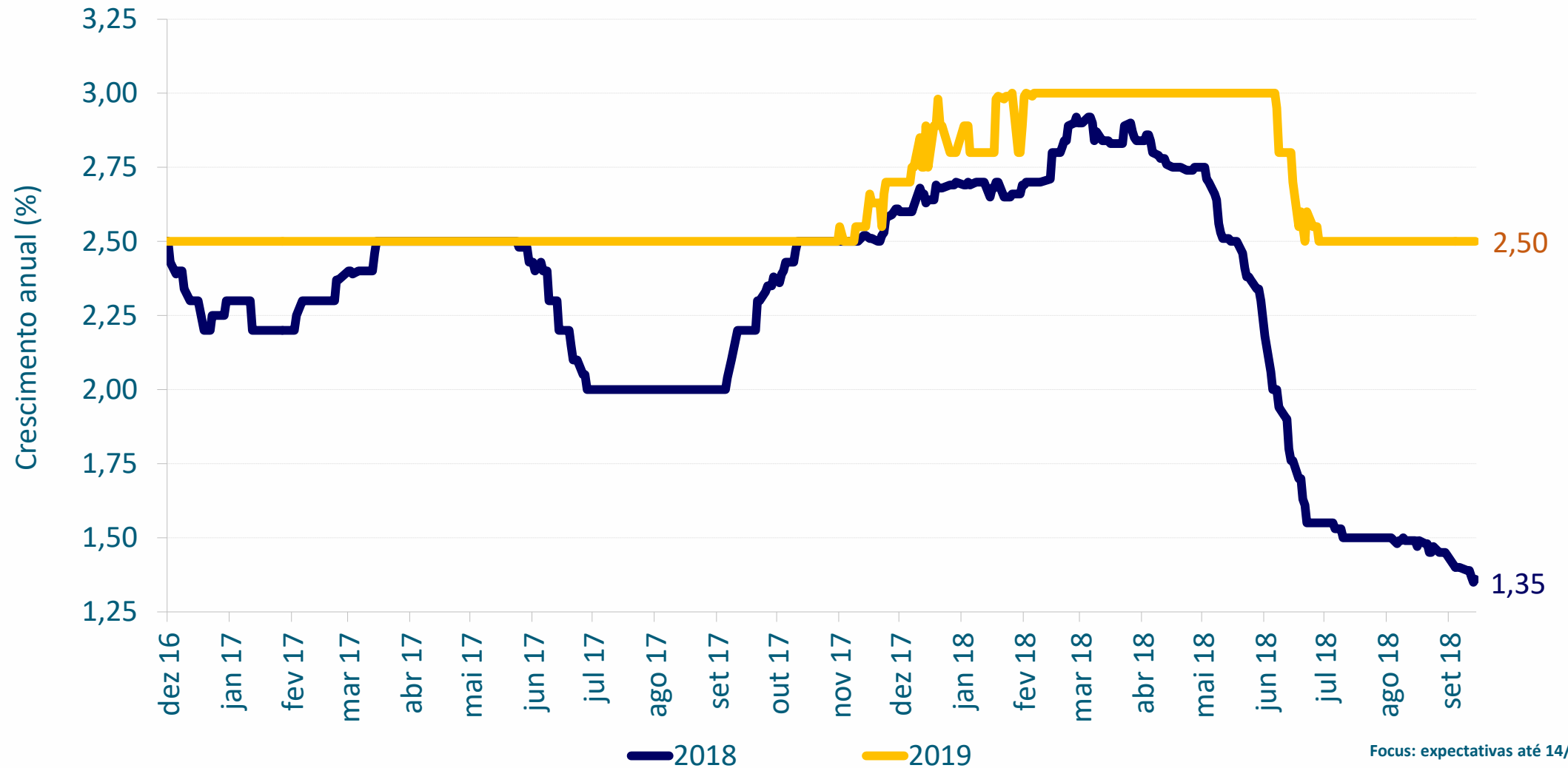


Fonte: IBGE (PNAD Contínua)

Boxe – Projeções para o PIB de 2018 e 2019

- Crescimento de 1,4% em 2018 e de 2,4% em 2019 (1,0% em 2017)
 - Oferta:
 - Agropecuária: 1,5% em 2018 e 2,0% em 2019 (13,0% em 2017)
 - Indústria: 1,3% em 2018 e 2,9% em 2019 (0,0% em 2017)
 - Serviços: 1,3% em 2018 e 2,0% em 2019 (0,3% em 2017)
 - Demanda:
 - Investimentos: 5,5% em 2018 e 4,6% em 2019 (-1,8% em 2017)
 - Consumo das Famílias: 1,8% em 2018 e 2,4% em 2019 (1,0% em 2017)
 - Consumo do Governo: -0,3% em 2018 e 0,5% em 2019 (-0,6% em 2017)
 - Exportações Líquidas: -0,8 p.p. em 2018 e 0,1% em 2019 (0,0 p.p. em 2017)

Expectativas Focus para o PIB



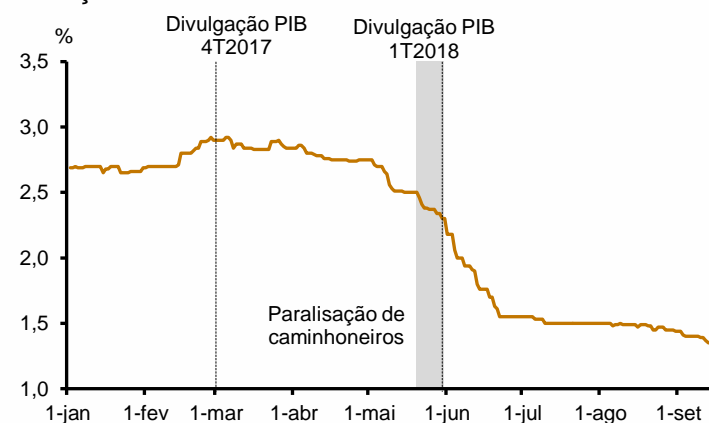
Fonte: BCB (Focus)

Boxe – Paralisação do setor de transporte de cargas e expectativas para o PIB

- Participantes do Focus reduziram suas projeções para o PIB após a paralisação do setor de transporte de cargas – tanto para o 2º trimestre, afetado diretamente pela paralisação, quanto para o restante do ano
- Não é possível atribuir as revisões exclusivamente à paralisação, mas as mudanças estão em linha com a avaliação de que o evento teve impacto na atividade econômica e nas expectativas
- A atual trajetória projetada para o PIB é consistente com recuperação em ritmo mais gradual do que se esperava no início do ano

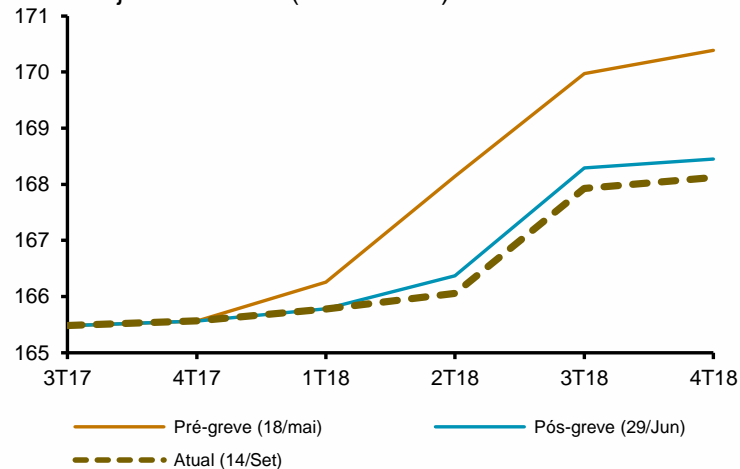
Expectativa Focus

Variação anual do PIB de 2018



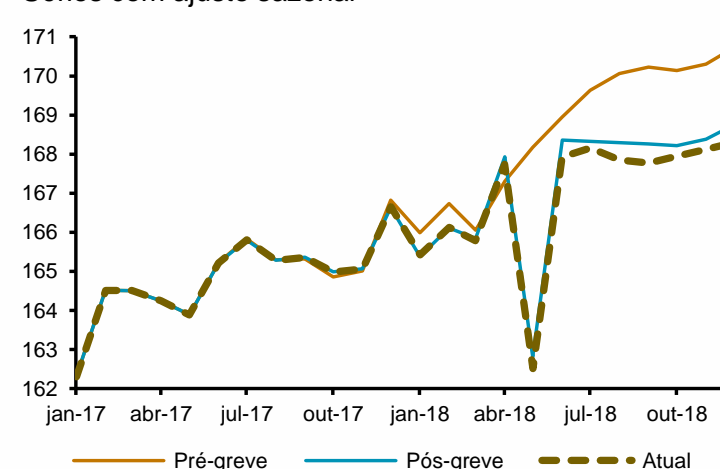
Expectativa Focus para evolução do PIB

Com ajuste sazonal (1995 = 100)



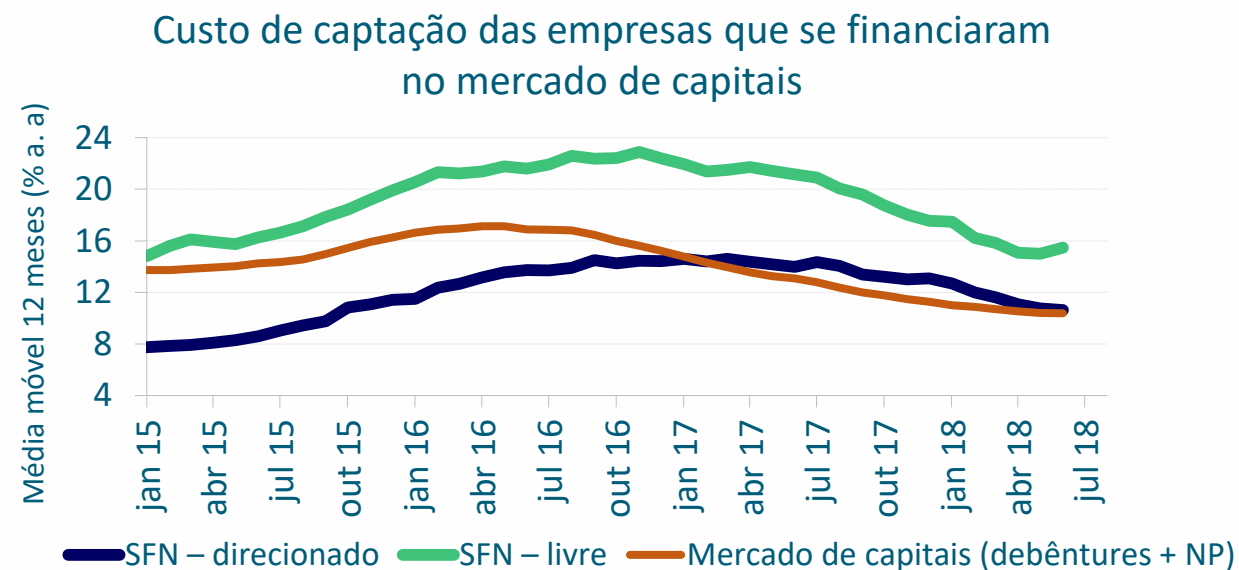
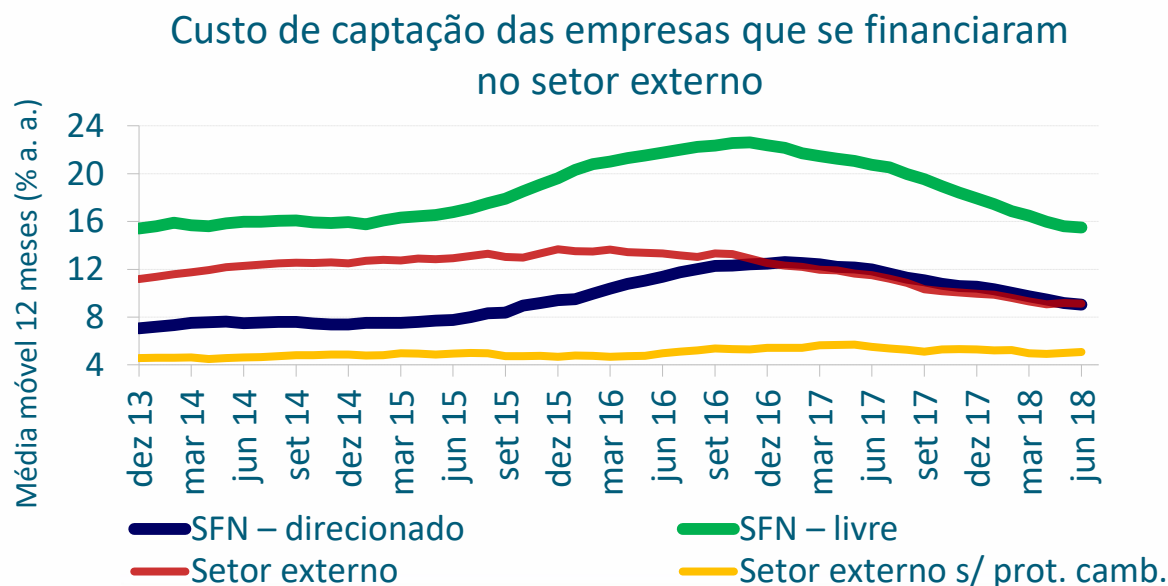
Mensalização das expectativas Focus

Séries com ajuste sazonal



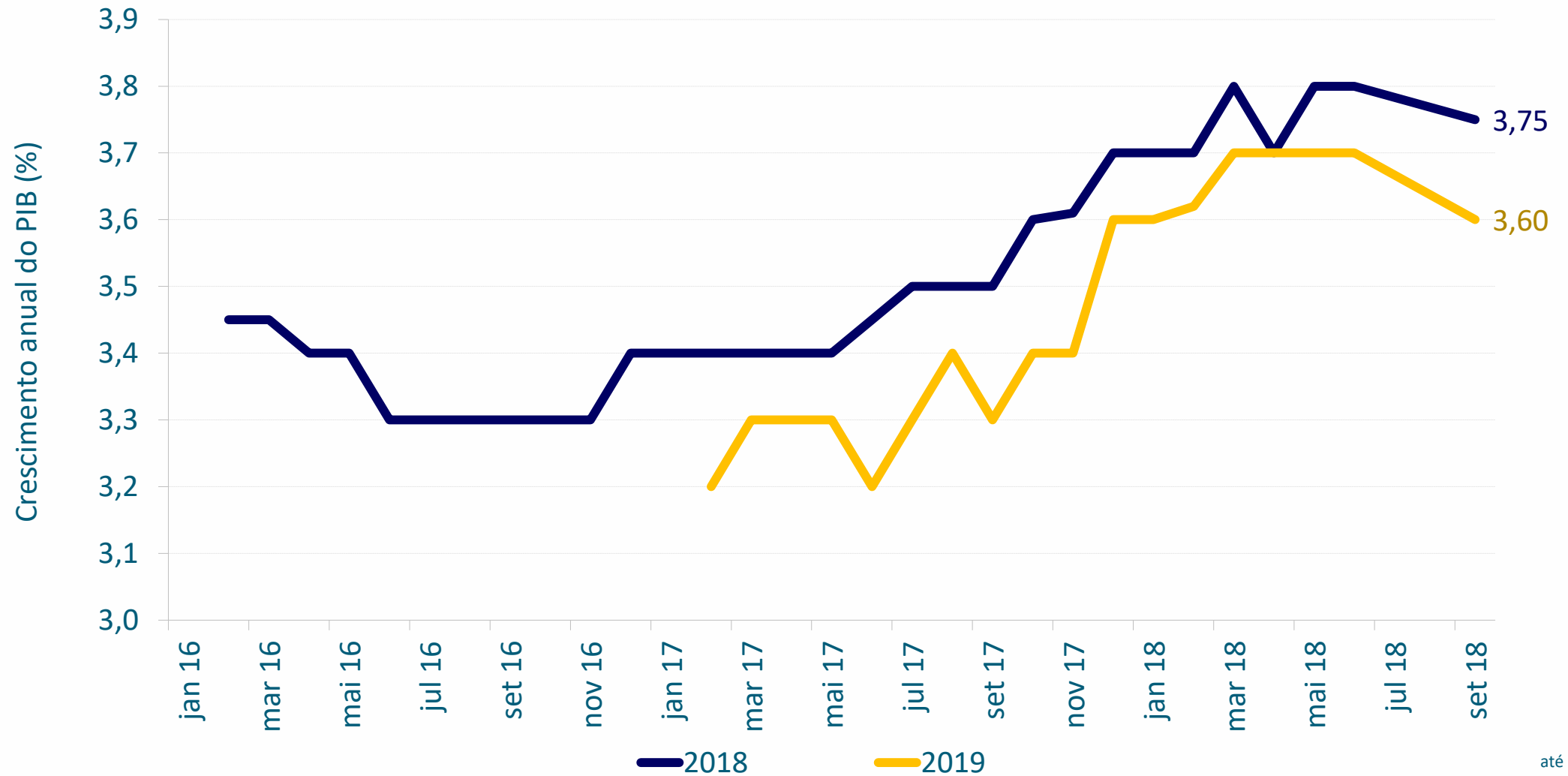
Boxe – Custo do financiamento às pessoas jurídicas

- Apresenta estimativas dos custos de captação no mercado externo e de capitais doméstico desde dezembro de 2013
- Os custos médios mensais de captação no mercado externo iniciaram trajetória de queda ao final de 2015. No mercado de capitais, o comportamento dos custos de emissão repercutiu, sobretudo, o atual ciclo da política monetária
- Os custos de captação nos mercados externo e de capitais dos grupos de empresas selecionados tornaram-se mais atrativos ou equivalentes às taxas médias de juros cobradas no segmento de recursos direcionados do SFN a partir de 2017, favorecendo o processo de substituição de fontes de financiamento, conforme assinalado em edições anteriores do Relatório de Inflação



ii. Cenário externo

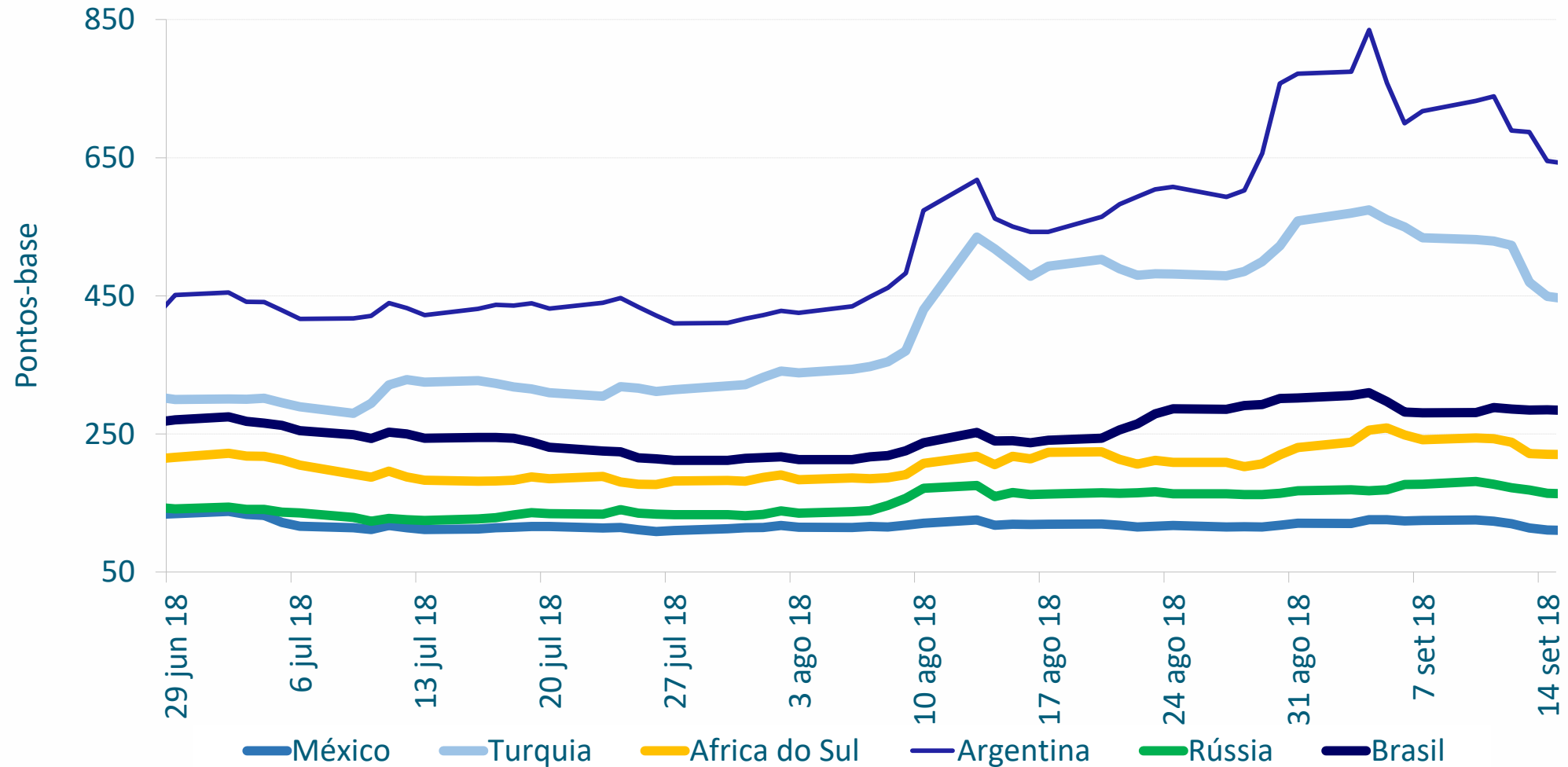
Perspectiva de crescimento global



Fonte: Bloomberg

CDS soberano: ambiente mais desafiador para economias emergentes

Credit Default Swap soberano de 5 anos



até 14/set

Fonte: Bloomberg

Boxe – Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2018 e 2019

Discriminação	2017	US\$ bilhões		
		2018	2018	2019
		RI Junho ^{1/}	RI Setembro ^{1/}	RI Setembro ^{1/}
Transações correntes	-9,8	-11,5	-14,3	-34,1
Balança comercial	64,0	61,0	55,3	41,6
Exportações	217,2	228,0	231,0	237,0
Importações	153,2	167,0	175,7	195,4
Serviços	-33,9	-35,6	-32,5	-36,3
Renda primária	-42,6	-39,4	-39,9	-42,1
Conta financeira	-6,2	-11,1	-13,8	-33,7
Investimentos ativos	62,9	63,0	61,9	64,7
Investimentos passivos	74,9	87,6	89,1	104,4
IDP	70,7	70,0	72,0	80,0
Ações totais	5,7	3,0	3,0	5,0
Títulos no país	-5,1	-	-	-
Emprést. e tít. LP	-5,7	-5,5	-5,9	-0,6
Memo:				
Transações correntes/PIB (%)	-0,5	-0,6	-0,8	-1,7
IDP/PIB (%)	3,4	3,6	3,8	4,0
Taxa de rolagem (%)	97,1	90,0	90,0	100,0

1/ Projeção.

2018

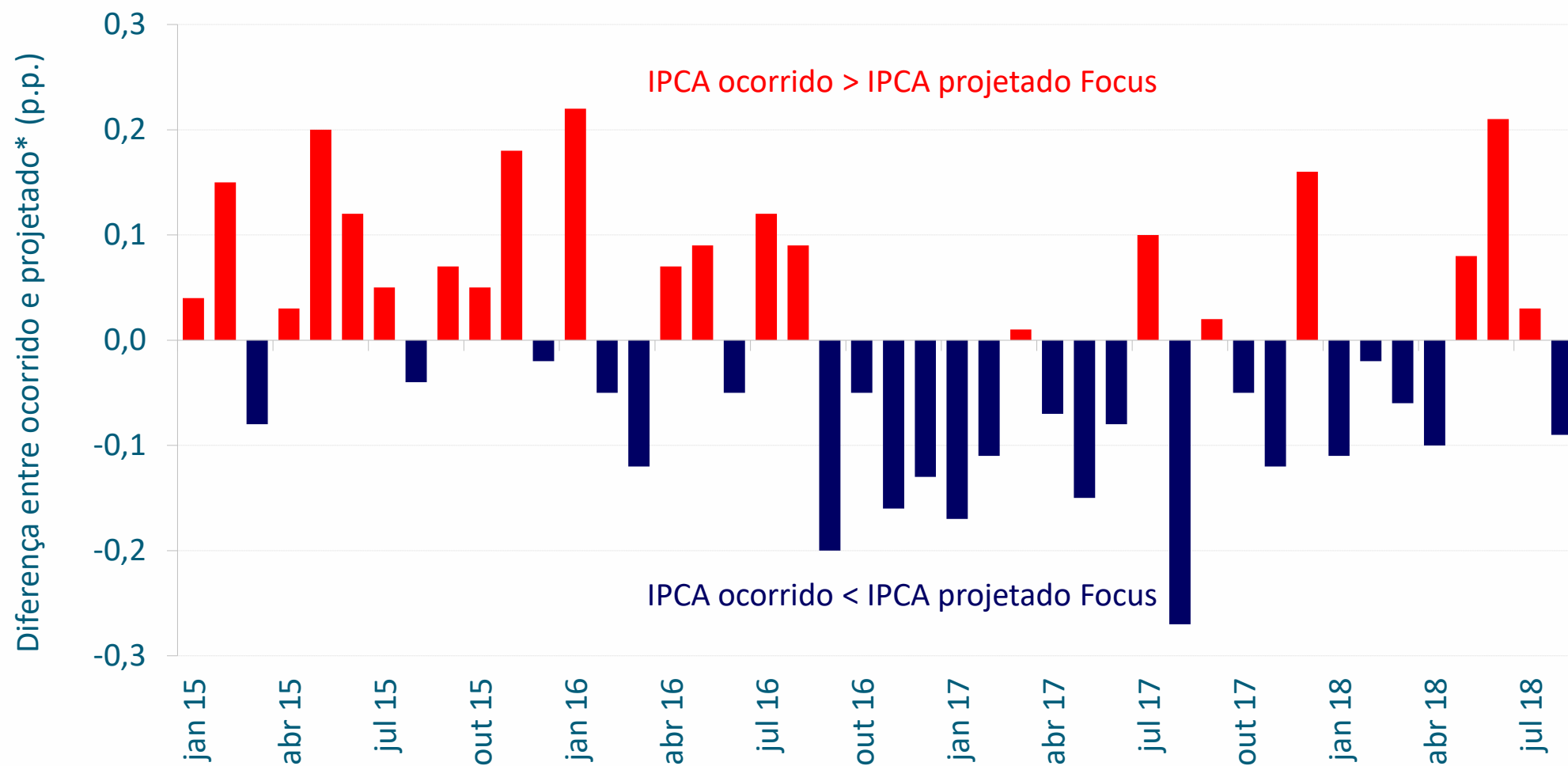
- Elevação da estimativa para o *deficit* em transações correntes, influenciada pelas importações fictas de plataformas de petróleo.
- Ingressos líquidos estimados em US\$72 bilhões para o IDP devem financiar as transações correntes de forma confortável.

2019

- Crescimento do *deficit* em transações correntes para 2019 reflete a expectativa de maior dinamismo para a atividade econômica.
- Ingressos líquidos de US\$80 bilhões em IDP, e taxa de rolagem de 100% seguem apontando condições favoráveis de financiamento.

iii. Inflação

IPCA mensal – Ocorrido x Projetado Focus



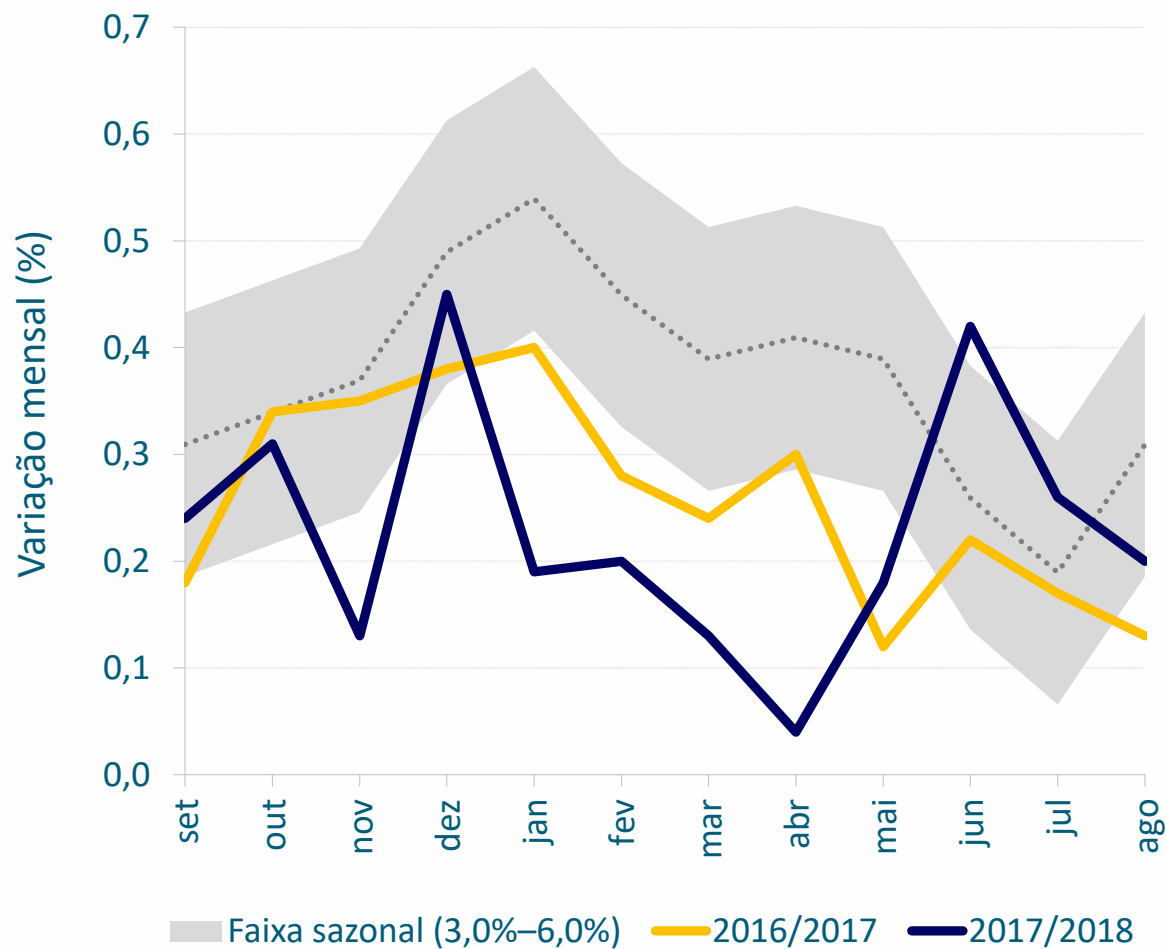
dados até agosto de 2018

*projetado nas datas de referência do Top 5 de IPCA

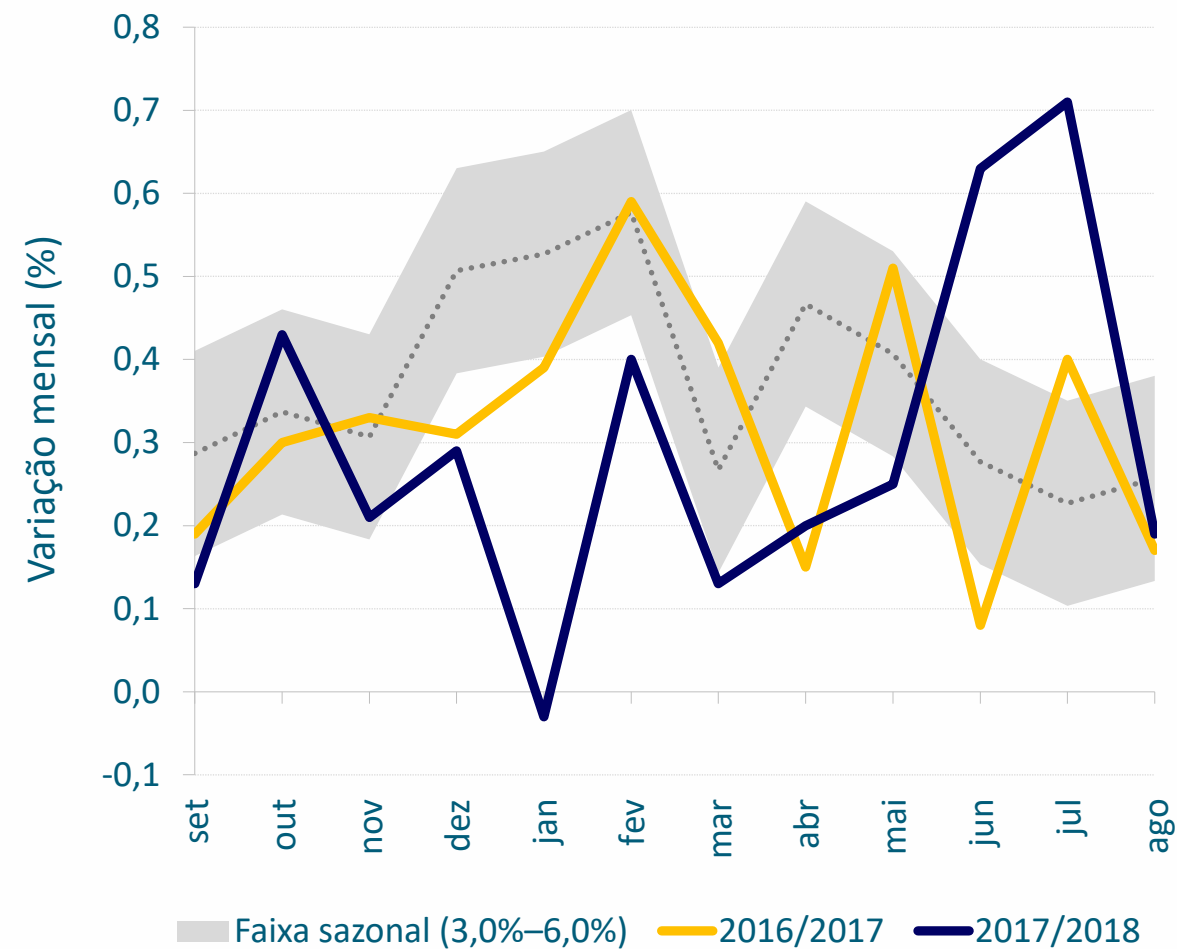
Fonte: IBGE e BCB (Focus)

Medidas de inflação subjacente

Núcleo médias aparadas



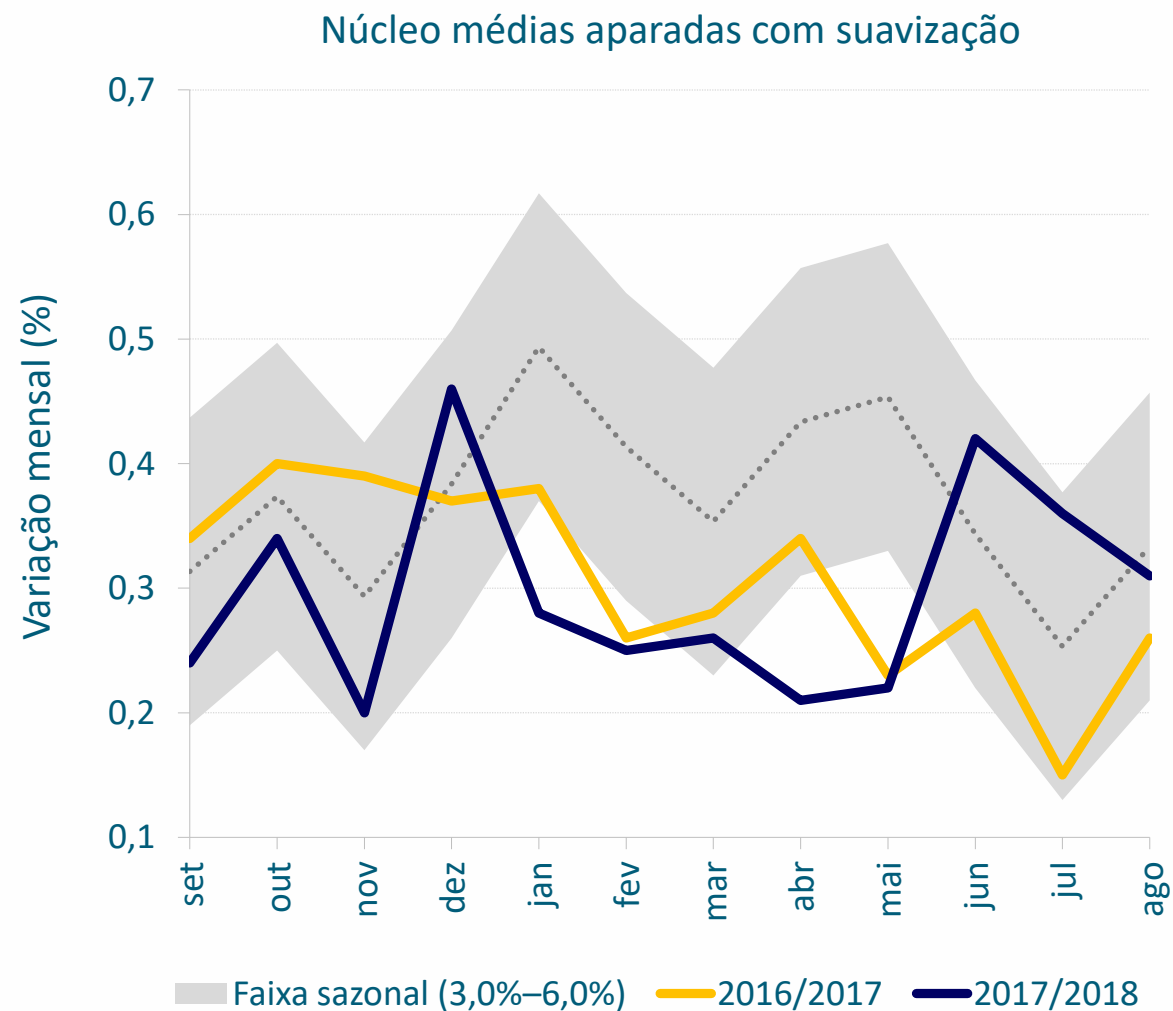
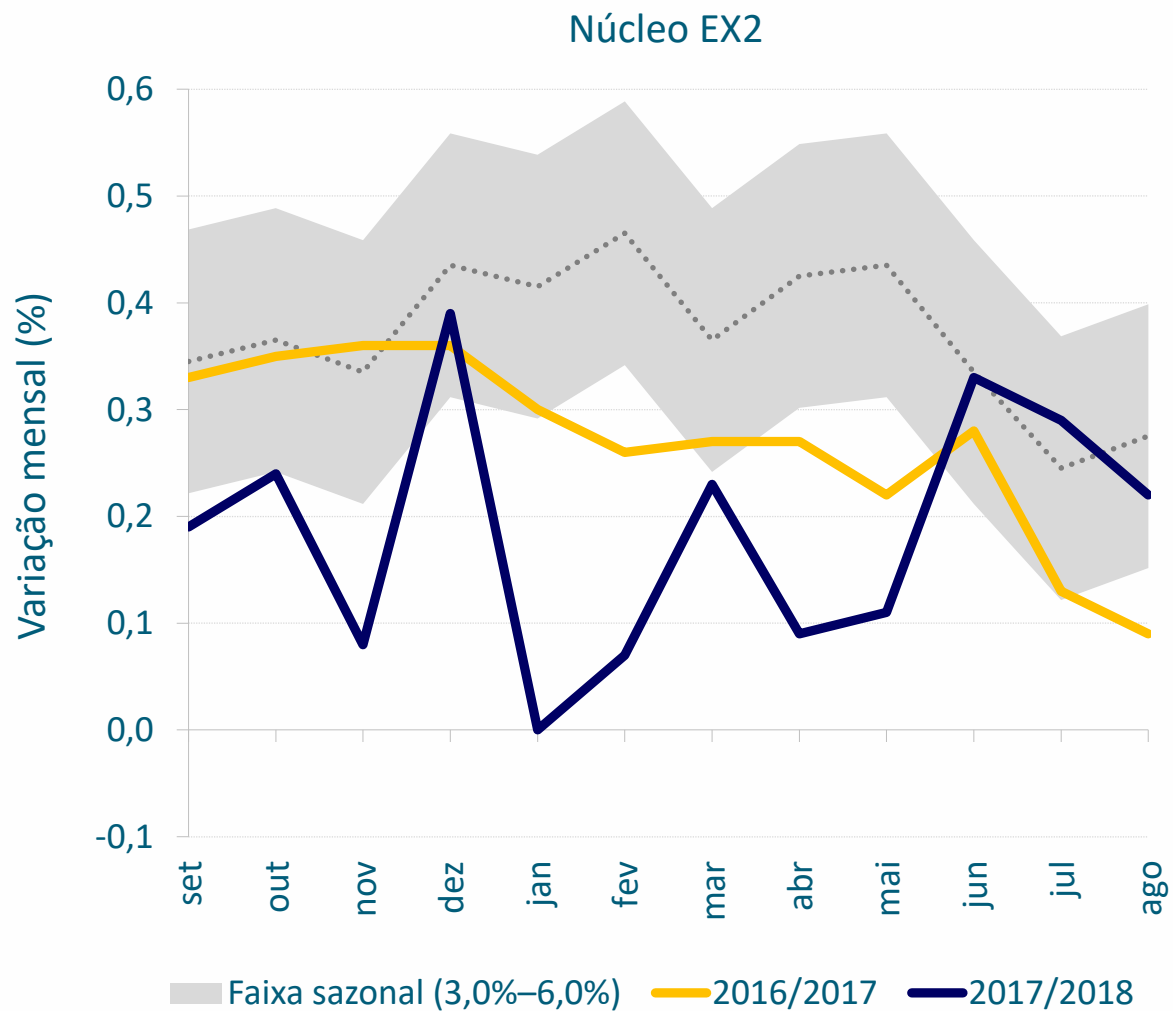
Núcleo EX1



Faixa sazonal: padrão sazonal compatível com o intervalo da meta

Fonte: IBGE e BCB

Medidas de inflação subjacente

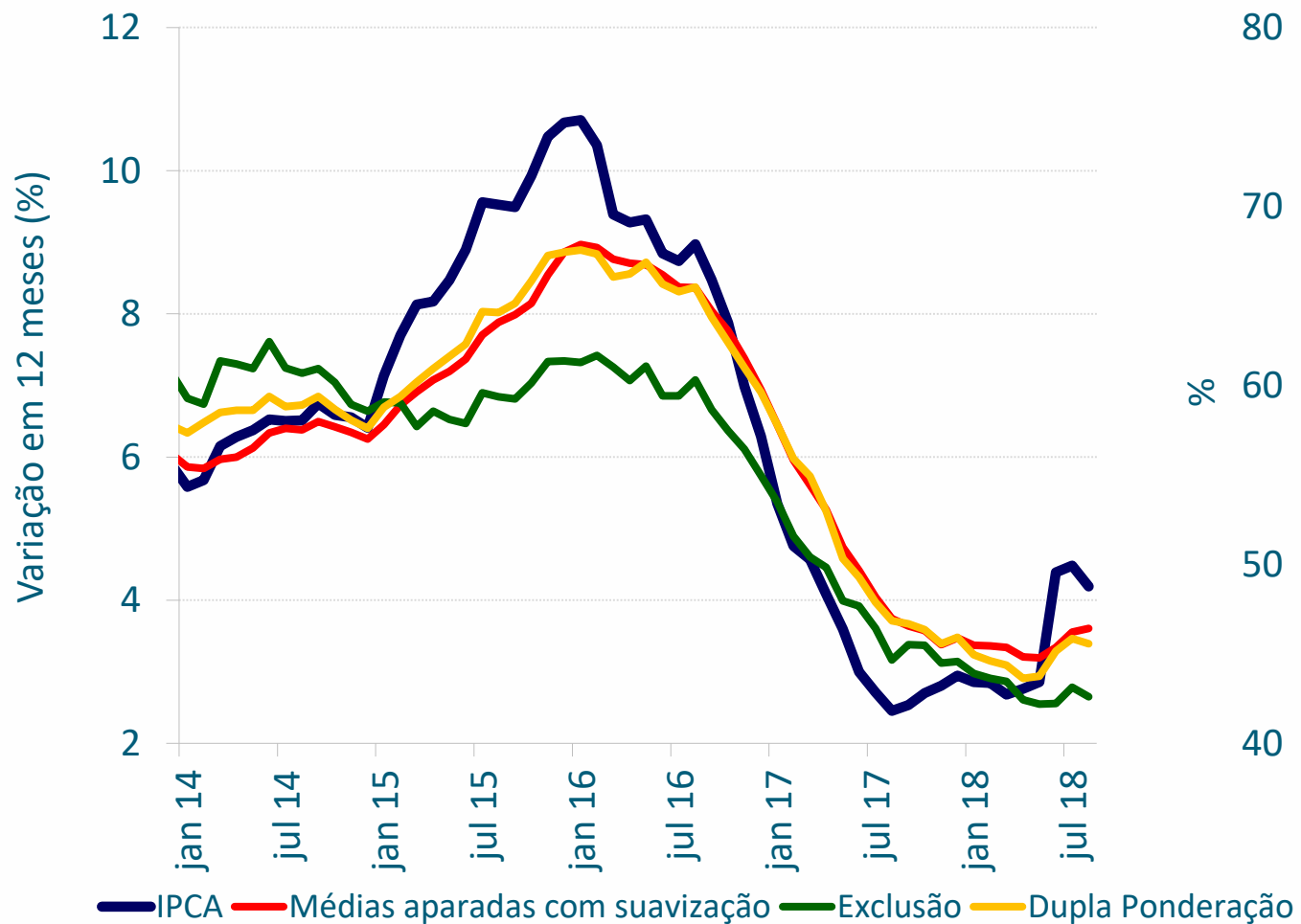


Faixa sazonal: padrão sazonal compatível com o intervalo da meta

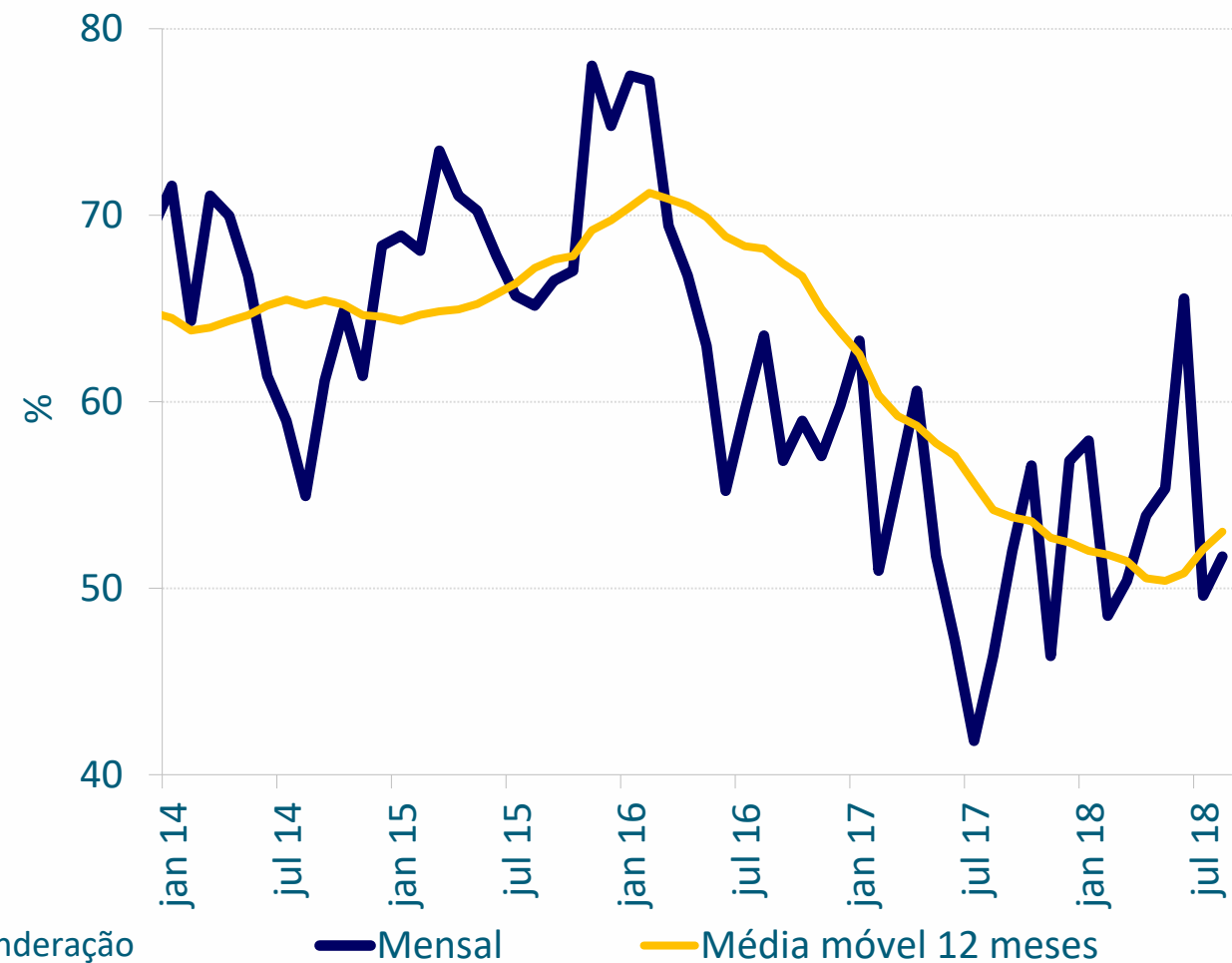
Fonte: IBGE e BCB

IPCA, núcleos e índice de difusão

IPCA e núcleos



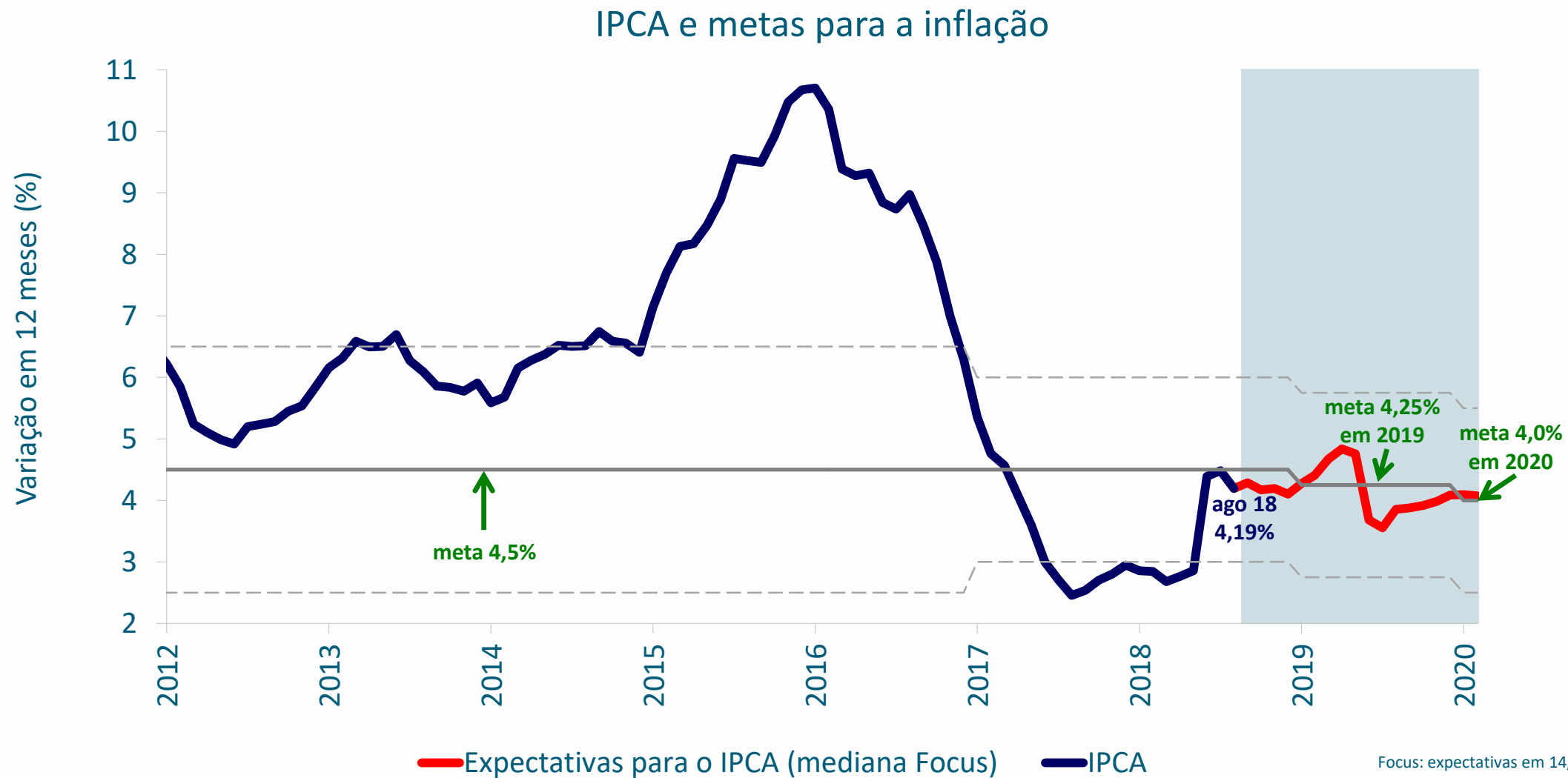
IPCA – Índice de difusão



dados até agosto de 2018

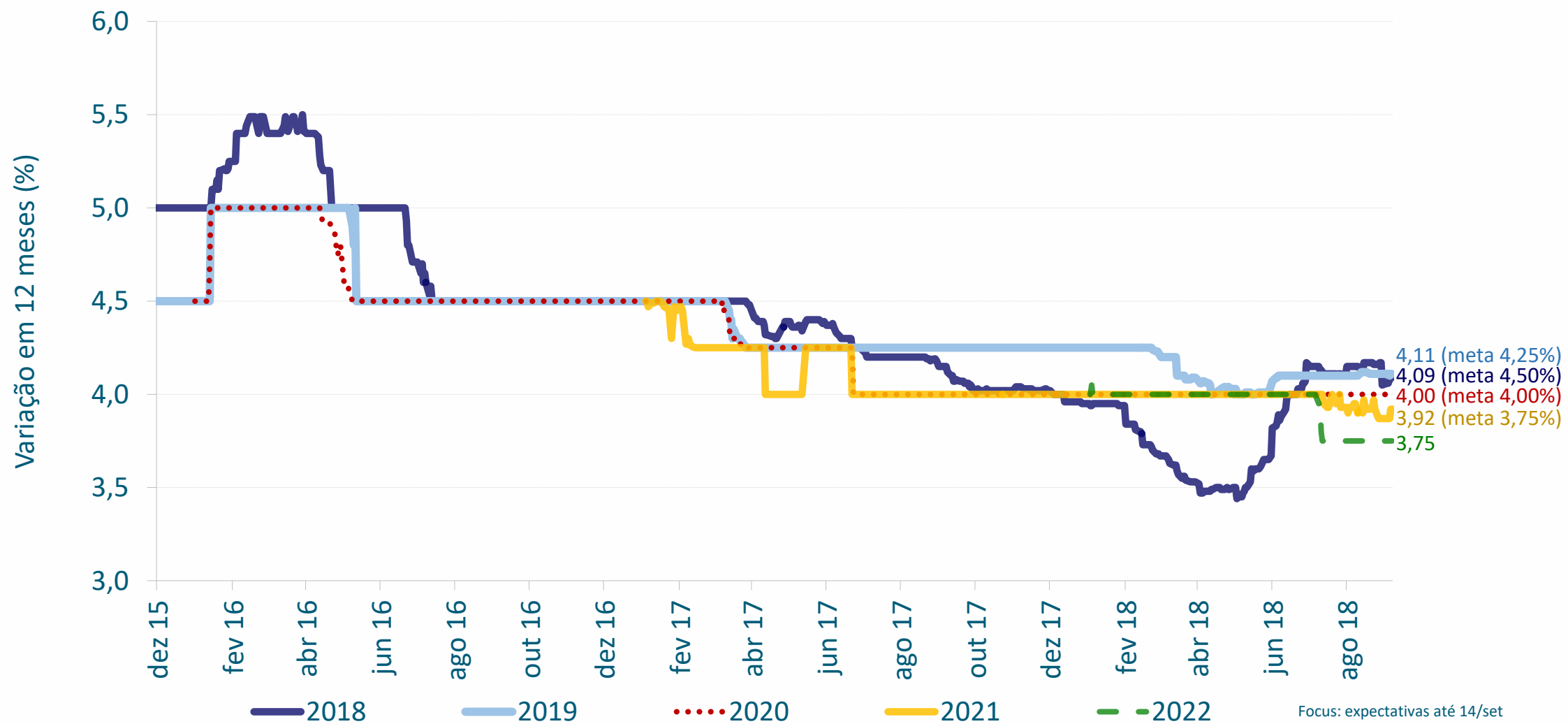
Fonte: IBGE

Preços ao consumidor



Fonte: IBGE e BCB (Focus)

Evolução das expectativas Focus para o IPCA 2018-2022



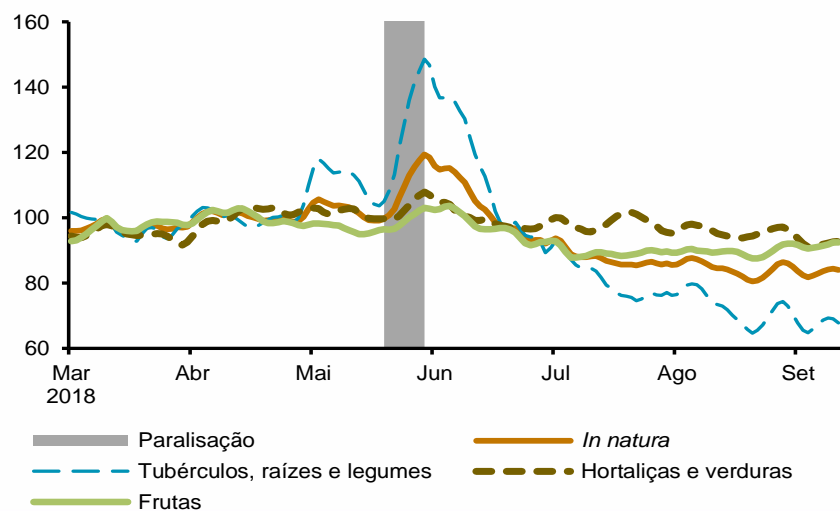
Fonte: BCB (Focus)

Boxe – Efeito da paralisação no setor de transporte de cargas sobre a inflação ao consumidor

- Estimativas da evolução dos preços em frequência diária evidencia que os efeitos altistas da paralisação no setor de transportes foram temporários, dissipando-se após a normalização das condições de oferta
- Projeções dos participantes da pesquisa Focus, após o término da paralisação, reforçaram o caráter temporário, visto que expectativas para a inflação de junho e julho subiram, mas as relativas ao período de agosto a dezembro recuaram

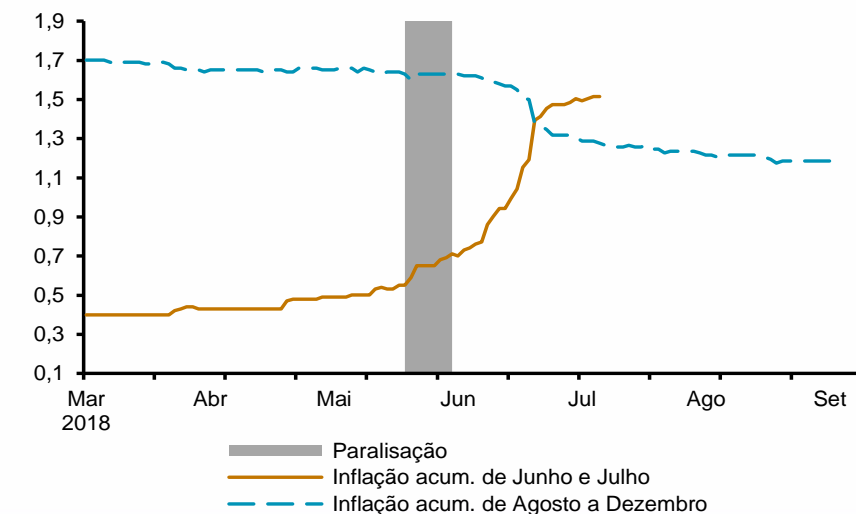
Preços de alimentos *in natura*

Abril/2018 = 100



Expectativas para a inflação mensal

Variação %

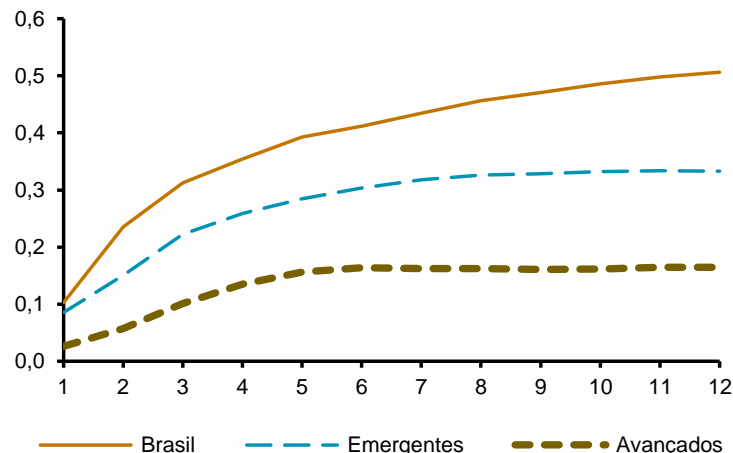


Boxe – Propagação da inflação de alimentos: comparação internacional

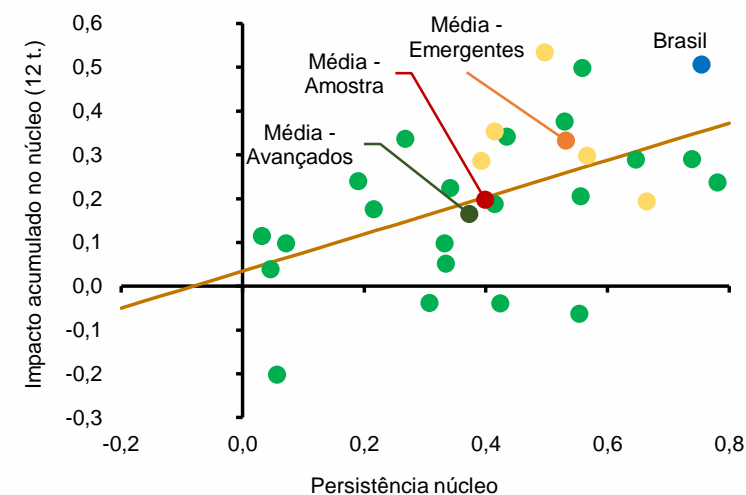
- Compara a transmissão de choques nos preços de alimentos para uma medida de núcleo da inflação, em amostra de 26 países
- Resultados sugerem que preços de alimentos são mais relevantes para a trajetória do núcleo de inflação no Brasil do que nos demais países da amostra
- A análise sugere, ainda, que a magnitude dessa transmissão, no Brasil, está mais associada à persistência do processo inflacionário no país do que ao peso de alimentos na cesta de consumo

Resposta acumulada de núcleo a choque na inflação de alimentos (choque de 1 p.p.)

Em p.p. da inflação trimestral



Persistência do núcleo x impacto acumulado no núcleo, choque unitário



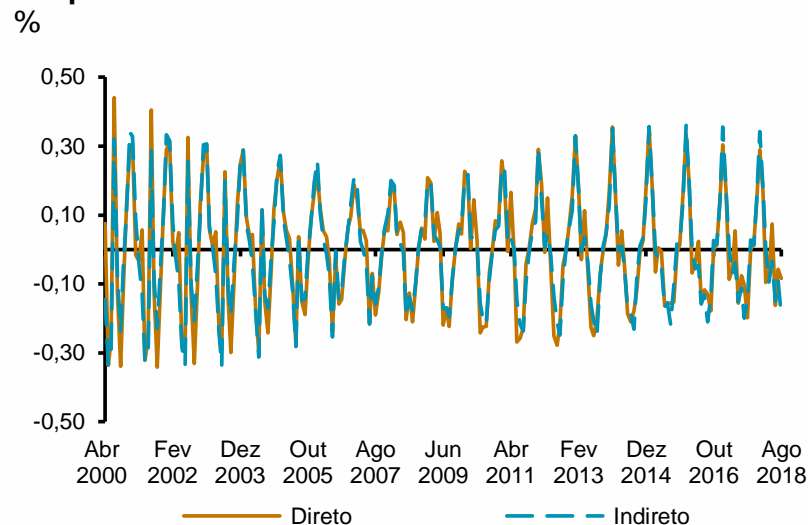
Boxe – Evolução da sazonalidade do IPCA

- Decompõe a alteração do padrão sazonal do IPCA em dois fatores: mudança no peso dos componentes (efeito composição) e mudança no padrão sazonal dos componentes (efeito nível)
- Identifica subitens que exerceram maior contribuição para mudança na sazonalidade do IPCA, por efeito nível ou composição

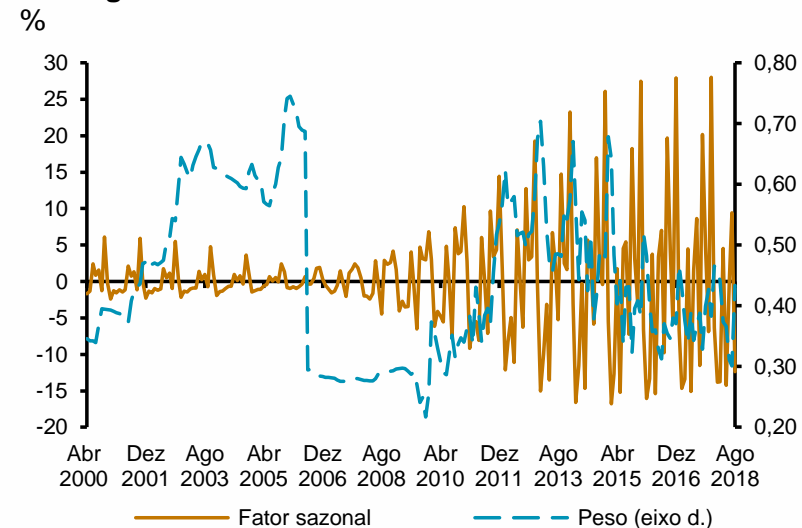
Participação na alteração do fator sazonal

	Nível	Composição
Desagregação por grupos	79,0%	21,0%
Desagregação por subitens	49,0%	51,0%

Grupos: fator sazonal direta e indiretamente calculado



Passagem aérea



Boxe – Variação passada e previsibilidade da taxa de câmbio

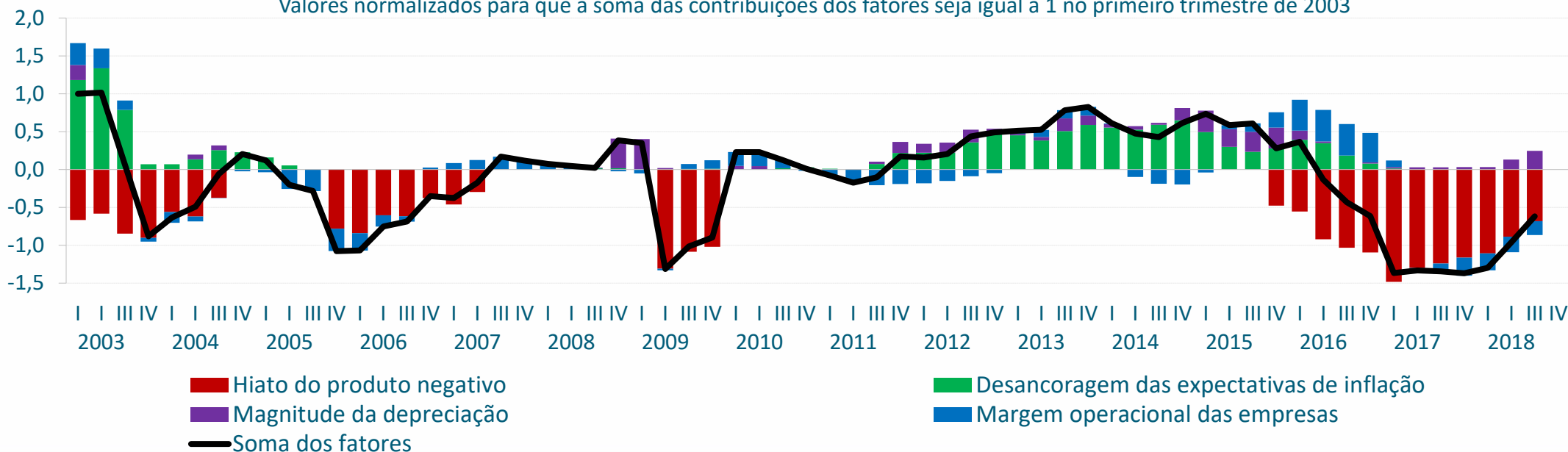
- Analisa o poder preditivo da mediana da expectativa de câmbio da pesquisa Focus quando comparado a um modelo de referência (passeio aleatório), após períodos com diferentes níveis de variação cambial
- Os resultados indicam que, historicamente, após períodos com grandes variações cambiais, o poder preditivo do Focus relativo ao *benchmark* se reduz/eleva para horizontes mais curtos/longos
 - Resultados são sugestivos, pois apenas apresentam significância estatística para horizontes mais curtos
- Resumidamente, os resultados indicam que projeções de câmbio realizadas após períodos de grande variação cambial podem ser uma fonte útil de informação, particularmente para horizontes mais distantes

Boxe – Repasse cambial sob a ótica de um modelo semiestrutural

- Analisa de que forma diferentes fatores afetam a magnitude do repasse cambial
- Estimadas 23 especificações de um modelo semiestrutural de pequeno porte
- Fatores considerados: hiato do produto, grau de ancoragem das expectativas de inflação, margem operacional das empresas, magnitude da depreciação cambial
- Os resultados reforçam a importância da ancoragem das expectativas de inflação para a condução da política monetária
- No período recente, prepondera o efeito dos fatores que reduzem a magnitude do repasse cambial

Estimativa média da contribuição dos fatores que afetam a magnitude do repasse cambial

Valores normalizados para que a soma das contribuições dos fatores seja igual a 1 no primeiro trimestre de 2003



III. Projeções condicionais

Revisões e projeções de curto prazo

IPCA – Surpresa inflacionária

	2018				variação %
	Jun	Jul	Ago	No trim.	12 meses até ago
Cenário do Copom ^{1/}	1,06	0,27	0,20	1,54	4,23
IPCA observado	1,26	0,33	-0,09	1,50	4,19
Surpresa (p.p)	0,20	0,06	-0,29	-0,04	-0,04

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de junho de 2018

IPCA – Projeções de curto prazo – Cenários do Copom^{1/}

	2018				variação %
	Set	Out	Nov	No trim.	12 meses até nov
Selic e câmbio constantes	0,40	0,43	0,24	1,07	4,41
Selic e câmbio Focus	0,38	0,34	0,15	0,87	4,20

1/ Cenários na data de corte

Fonte: IBGE e BCB

Projeções condicionais para a inflação

Cenários Reportados

Período	Metas para a Inflação	Selic e câmbio constantes	Selic e câmbio Focus	Selic Focus e câmbio constante	Selic constante e câmbio Focus
2018 III		4,4	4,4	4,4	4,4
2018 IV	4,50	4,4	4,1	4,4	4,1
2019 I		5,0	4,5	5,0	4,5
2019 II		4,3	3,7	4,3	3,7
2019 III		4,5	3,9	4,5	3,9
2019 IV	4,25	4,5	4,0	4,4	4,1
2020 I		4,4	3,9	4,2	4,1
2020 II		4,3	3,8	4,0	4,1
2020 III		4,2	3,7	3,9	4,0
2020 IV	4,00	4,2	3,6	3,8	4,0
2021 I		4,2	3,6	3,8	4,0
2021 II		4,2	3,6	3,7	4,1
2021 III		4,2	3,7	3,7	4,2
2021 IV	3,75	4,2	3,8	3,7	4,3

Obs.: inflação acumulada em quatro trimestres (%)

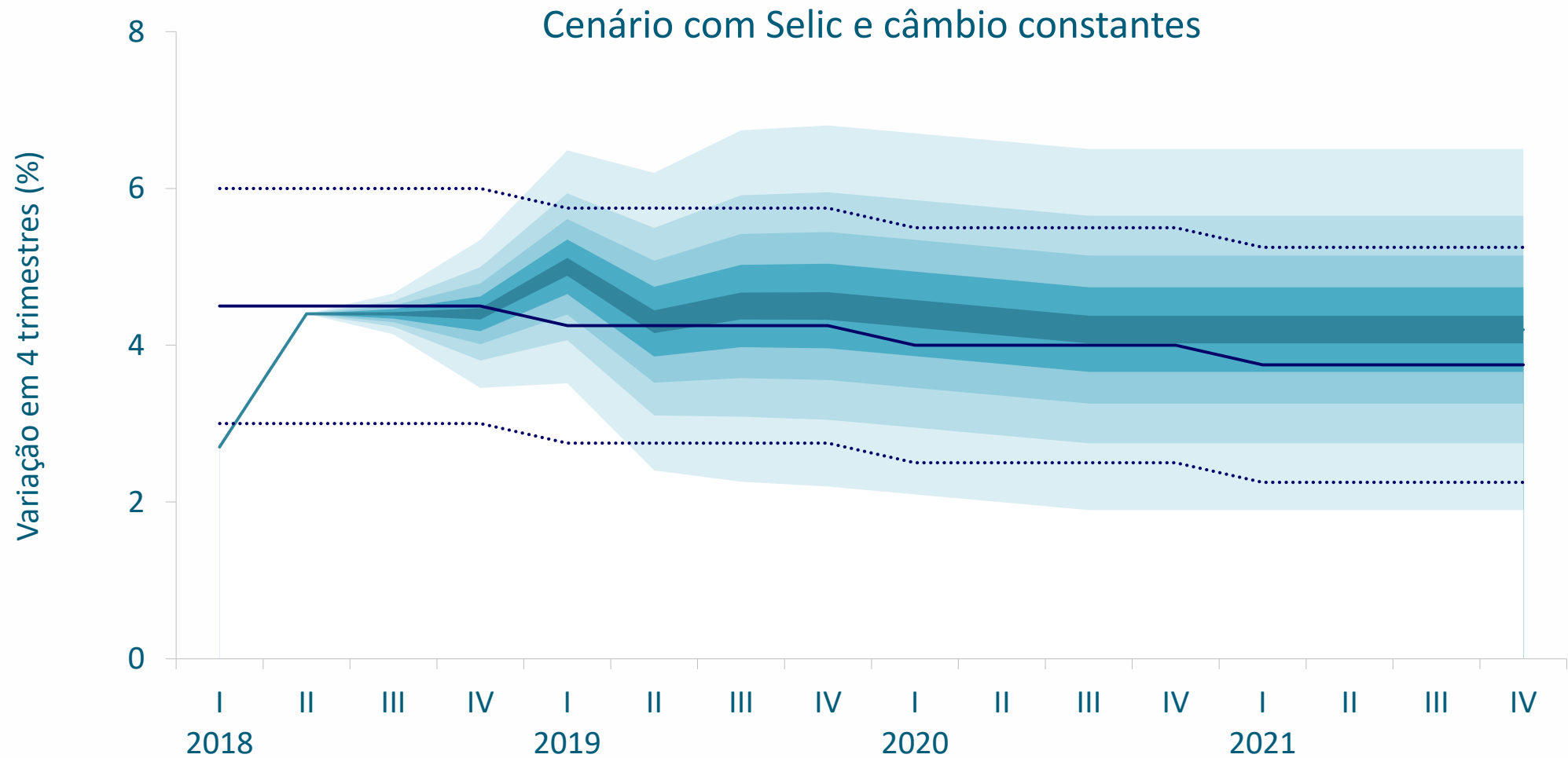
Projeções condicionais para a inflação

Cenário com Selic e câmbio constantes

Período	RI de junho de 2018	RI de setembro de 2018
2018 III	4,3	4,4
2018 IV	4,2	4,4
2019 I	4,8	5,0
2019 II	3,9	4,3
2019 III	3,8	4,5
2019 IV	4,1	4,5
2020 I	4,2	4,4
2020 II	4,2	4,3
2020 III	4,1	4,2
2020 IV	4,1	4,2
2021 I		4,2
2021 II		4,2
2021 III		4,2
2021 IV		4,2

Obs.: inflação acumulada em quatro trimestres (%)

Projeções condicionais para a inflação



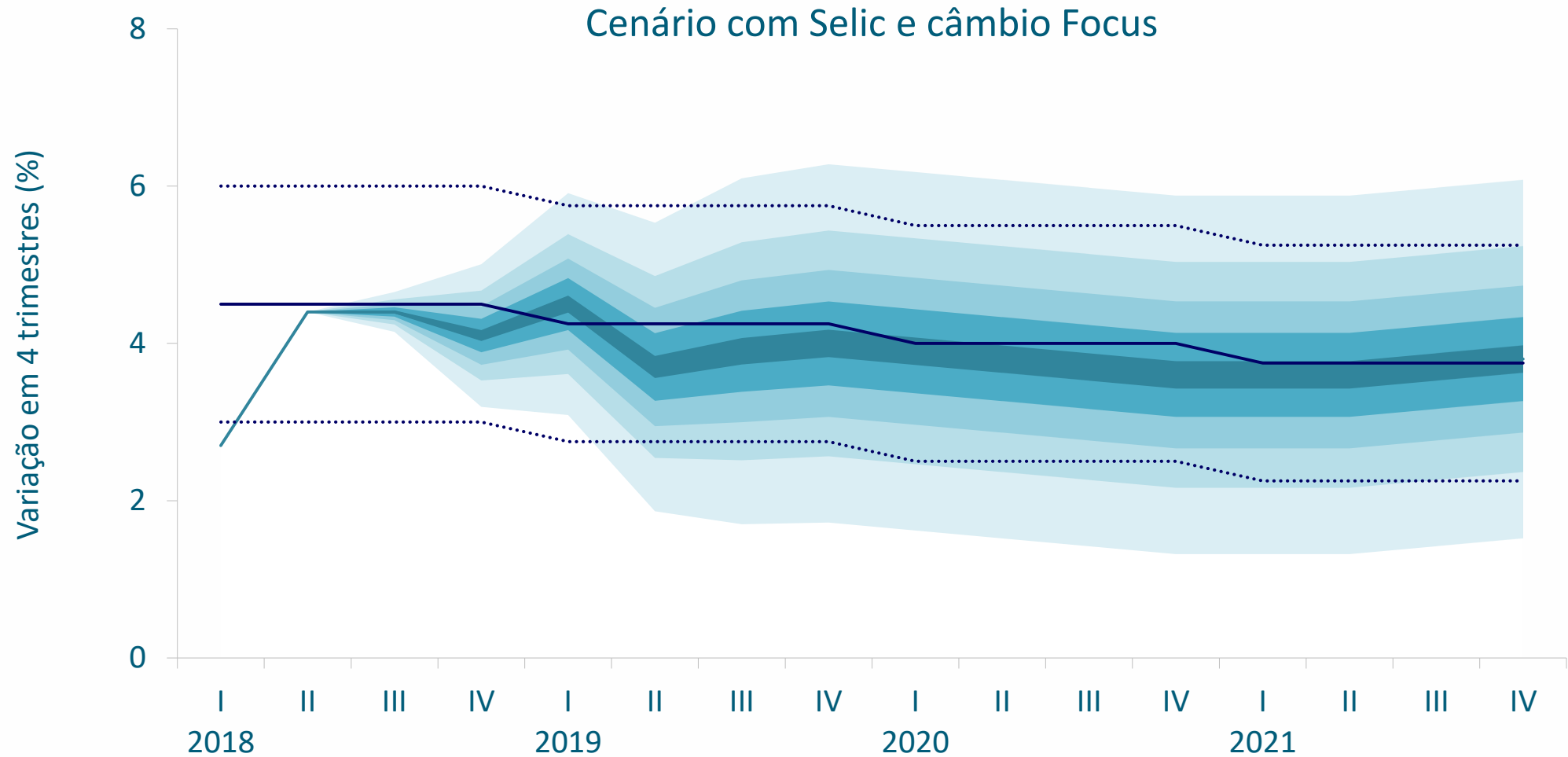
Projeções condicionais para a inflação

Cenário com Selic e câmbio Focus

Período	RI de junho de 2018	RI de setembro de 2018
2018 III	4,3	4,4
2018 IV	4,2	4,1
2019 I	4,7	4,5
2019 II	3,6	3,7
2019 III	3,6	3,9
2019 IV	3,7	4,0
2020 I	3,8	3,9
2020 II	3,8	3,8
2020 III	3,7	3,7
2020 IV	3,7	3,6
2021 I		3,6
2021 II		3,6
2021 III		3,7
2021 IV		3,8

Obs.: inflação acumulada em quatro trimestres (%)

Projeções condicionais para a inflação



Condução da Política Monetária – 1

- Em sua reunião em setembro (217ª Reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela manutenção da taxa básica de juros em 6,50% ao ano.
- O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui o ano-calendário de 2019.

Condução da Política Monetária – 2

- Na ocasião, o Comitê comunicou que seu cenário básico envolve fatores de risco em ambas as direções:
 - Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode produzir trajetória prospectiva abaixo do esperado.
 - Por outro, (ii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. Esse risco se intensifica no caso de (iii) deterioração do cenário externo para as economias emergentes. O Comitê julga que esses últimos riscos se elevaram.

Condução da Política Monetária – 3

- Contemplando os dois lados do balanço de riscos, o Copom concluiu que o balanço mostra-se assimétrico, tendo em vista que os últimos riscos destacados se elevaram.
- O Comitê enfatiza que a continuidade do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para a manutenção da inflação baixa no médio e longo prazos, para a queda da taxa de juros estrutural e para a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta ainda que a percepção de continuidade da agenda de reformas afeta as expectativas e projeções macroeconômicas correntes.

Condução da Política Monetária – 4

- O Copom entende que deve pautar sua atuação com foco na evolução das projeções e expectativas de inflação, do seu balanço de riscos e da atividade econômica. Choques que produzam ajustes de preços relativos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva (i.e., na propagação a preços da economia não diretamente afetados pelo choque). É por meio desses efeitos secundários que esses choques podem afetar as projeções e expectativas de inflação e alterar o balanço de riscos. Esses efeitos podem ser mitigados pelo grau de ociosidade na economia e pelas expectativas de inflação ancoradas nas metas. Portanto, não há relação mecânica entre choques recentes e a política monetária.
- Em suas deliberações, os membros do Copom enfatizaram que essa prescrição requer manutenção do ambiente com expectativas ancoradas.

Condução da Política Monetária – 5

- O Comitê reitera que a conjuntura econômica ainda prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Esse estímulo começará a ser removido gradualmente caso o cenário prospectivo para a inflação no horizonte relevante para a política monetária e/ou seu balanço de riscos apresentem piora.
- Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve manutenção da taxa Selic no nível vigente. O Copom ressalta que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.

Perspectivas para a inflação

Relatório Trimestral de Inflação

Carlos Viana de Carvalho

Setembro de 2018