

Sumário executivo

No âmbito internacional, o Copom avalia que, no horizonte relevante, o cenário é de crescimento global moderado, com a depreciação ocorrida do real em relação a moedas de importantes parceiros comerciais nos últimos anos contribuindo no sentido de tornar a demanda externa mais favorável ao crescimento da economia brasileira.

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 a continuada preocupação com a economia chinesa e os desdobramentos para outras economias, somada a incertezas quanto às perspectivas para a economia dos Estados Unidos e às implicações de movimentos políticos em economias maduras, com aumento da aversão ao risco e impacto adverso sobre ativos financeiros. Nos mercados internacionais, as perspectivas indicam moderação na dinâmica dos preços de *commodities*, apesar da valorização no período recente. Em relação aos riscos, o Comitê considera que o ambiente externo permanece desafiador.

No âmbito interno, o Copom reitera que os indicadores disponíveis mostram que as taxas de crescimento da absorção interna e do Produto Interno Bruto (PIB) continuam em terreno negativo em função de incertezas diversas. O investimento tem-se retraído em função dessas incertezas e o consumo privado também se contrai, em linha com os dados de crédito, emprego e renda. Entretanto, para o Comitê, à medida que a confiança de firmas e famílias se fortaleça, o ritmo de atividade tende a se recuperar.

Ainda sobre atividade interna, o Comitê avalia que, no médio prazo, mudanças importantes devem ocorrer na composição da demanda e da oferta agregada. Os investimentos tendem a ganhar impulso e o consumo tende a crescer em ritmo moderado. 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, da implementação de medidas fiscais estruturais que consolidem 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 estabilizar e, posteriormente, reduzir o endividamento público em relação ao PIB, medida crucial para reforçar a percepção positiva sobre o ambiente econômico, para melhorar a confiança dos agentes e para contribuir para a ancoragem das expectativas de inflação.

Relativamente à oferta, o Comitê avalia que, em prazos mais longos, emergem perspectivas mais favoráveis à competitividade da indústria e da agropecuária. O setor de serviços, por sua vez, tende a crescer a taxas menores do que as registradas em anos recentes.

O Copom destaca que o cenário central contempla moderação 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.

Nesse contexto, as operações de crédito permaneceram em desaceleração no trimestre encerrado em maio, evolução compatível com o cenário de retração da atividade econômica, elevação do custo médio das contratações, aumento da inadimplência e patamar reduzido dos indicadores de confiança dos agentes econômicos.

No âmbito da política fiscal, a alteração aprovada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2016 considerou, entre outros fatores, parâmetros macroeconômicos semelhantes aos de mercado e, em especial, o impacto da retração da atividade econômica sobre a arrecadação.

O Comitê entende que esforços para mudar a perspectiva do balanço do setor público são fundamentais para criar uma percepção positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. Uma política fiscal consistente repercutirá favoravelmente sobre o custo de capital de modo geral, o que, por sua vez, estimulará o investimento privado no médio e no longo prazo.

Considerando que o ajuste fiscal também possui suas próprias defasagens entre a discussão e a adoção das medidas e seus resultados, quanto mais tempestiva for a implementação do processo em curso, mais rápida será a retomada de uma trajetória favorável para a dívida pública e para a confiança de famílias e empresas, ajudando na recuperação da economia e no combate à inflação.

A literatura e as melhores práticas internacionais indicam que uma política fiscal consistente e sustentável contribui para reduzir as expectativas de inflação de forma que o processo de desinflação seja mais rápido e menos custoso.

Relativamente ao setor externo, as trajetórias favoráveis da balança comercial e das despesas líquidas de serviços e de rendas levaram a redução expressiva do *deficit* nas transações correntes – de 4,42% do PIB em maio de 2015, para 1,70% do PIB em maio de 2016, considerados intervalos de doze meses. Esse desempenho, refletindo os efeitos defasados da desvalorização cambial e a retração ora observada na atividade econômica doméstica, tende a continuar nos próximos trimestres.

Os ingressos líquidos de investimentos diretos no país, mesmo em cenário de redução no resultado da conta financeira, persistiram em patamar confortável para o financiamento do *deficit* em transações correntes. Ressalte-se adicionalmente que, em maio, o estoque de reservas internacionais, no conceito de liquidez, representou 30 meses de importações de bens e 3,4 vezes o valor das amortizações da dívida externa vincendas nos próximos doze meses.

Sobre preços, a inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 0,61% em abril e 0,78% em maio. Dessa forma, a inflação em doze meses alcançou 9,32% em maio, 0,85 ponto percentual (p.p.) acima da registrada até maio de 2015. De um lado, os preços livres acumularam variação de 8,82% em doze meses, ante 6,82% até maio de 2015; de outro, os preços administrados variaram 10,90%, comparativamente a 14,09% até maio 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 17 de junho de 2016 (data de corte), o cenário de referência, que pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante no horizonte de previsão em R\$3,45/US\$, e a meta para a taxa Selic em 14,25% ao ano (a.a.), projeta inflação de 6,9% em 2016, 4,7% em 2017 e de 4,2% no segundo 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 7,0% em 2016, 5,5% em 2017 e de 5,5% no segundo trimestre de 2018.

No que corresponde ao crescimento do PIB, a projeção para 2016, de acordo com o cenário de referência, é de -3,3%, sendo 0,2 p.p. maior 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 em doze meses 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, além dos choques temporários de oferta no segmento de alimentação. 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.

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 pela depreciação do real, seja pelo processo de substituição de importações em curso.

Para o Comitê, a aprovação e a implementação de ajustes na economia brasileira, inclusive de ordem fiscal, além de outros fatores como a dinâmica dos preços administrados, o processo de distensão no mercado de trabalho e a perspectiva de um hiato do produto desinflacionário 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, portanto, que há avanços no combate à inflação, mas que sua continuidade depende de ajustes – principalmente fiscais – na economia brasileira. Além disso, outros fatores interferem no combate à inflação, como a inércia derivada do processo de realinhamento de preços relativos, a confluência de fenômenos climáticos sobre a produção mundial de alimentos, mais especificamente de grãos, e seus efeitos sobre os preços domésticos, e as incertezas em relação ao comportamento da economia mundial. Nesse contexto, o Comitê buscará circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN em 2016 e adotará as medidas necessárias de forma a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5%, em 2017. Dessa forma, o cenário central não permite trabalhar com a hipótese de flexibilização das condições monetárias.