



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Aviso 1/2016-BCB

Brasília, 8 de janeiro de 2016.

À Sua Excelência o Senhor
Nelson Henrique Barbosa Filho
Ministro de Estado da Fazenda
Presidente do Conselho Monetário Nacional
Esplanada dos Ministérios, Bloco P
70048-900 – Brasília – DF

Assunto: Carta Aberta de que trata o parágrafo único do art. 4º do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Senhor Ministro,

A sistemática de "metas para a inflação" foi formalmente instituída como diretriz para fixação do regime de política monetária por meio do Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. O parágrafo único do artigo 4º do referido decreto estabelece que, caso a meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) não seja cumprida,

“o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

- I - descrição detalhada das causas do descumprimento;
- II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e
- III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”

2. Em 2015, a taxa de inflação medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 10,67%, ultrapassando, assim, o limite superior do intervalo de tolerância de 2,0 pontos percentuais (p.p.) acima da meta de 4,5% ao ano (a.a.), estabelecida pelo CMN por meio da Resolução nº 4.237, de 28 de junho de 2013.

3. Dessa forma, em cumprimento ao estabelecido no decreto mencionado, encaminho esta carta aberta a Vossa Excelência, com a descrição detalhada das causas que levaram ao não cumprimento da meta de inflação em 2015, bem como as providências necessárias para assegurar o cumprimento dos objetivos do regime de metas nos próximos anos, 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.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

I. Causas do descumprimento da meta

4. O nível de inflação de 2015 refletiu, em grande parte, os efeitos de dois importantes processos de ajustes de preços relativos na economia – o realinhamento dos preços administrados por contrato (“preços administrados”) em relação aos chamados “preços livres” (variação do IPCA excluindo os preços administrados) e o realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais –, observados desde o final de 2014 e que se estenderam ao longo de 2015. Esses processos, conforme vem sendo destacado nos documentos oficiais do Banco Central do Brasil (BCB), mostraram-se mais prolongados e mais intensos que o inicialmente previsto, resultando nos patamares de inflação observados recentemente. Vale ressaltar que a previsão para a inflação de preços administrados para 2015, divulgada no Relatório de Inflação de dezembro de 2014, era de 6,2%, considerando uma taxa nominal de câmbio de R\$2,55/US\$, projeção próxima das expectativas dos analistas de mercado, conforme pesquisa Focus, realizada pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) do BCB, divulgada em 19 de dezembro de 2014, que previa inflação de preços administrados de 7,6% e taxa nominal de câmbio de R\$2,75/US\$, para 2015. Independentemente da diferença entre a projeção do BCB e a de mercado à época, ambas se mostraram distantes do ocorrido em 2015, quando a inflação de administrados atingiu 18,07%. Ressalte-se que a taxa nominal de câmbio encerrou o ano em R\$3,90/US\$.

5. Sob uma perspectiva temporal, após leve arrefecimento nos índices de inflação no último trimestre de 2014, os ajustes de preços relativos foram determinantes para a elevação dos índices de inflação desde janeiro de 2015, conforme pode ser visualizado no Gráfico 1. De acordo com os dados da Tabela 1, observa-se que, no primeiro trimestre de 2015, a inflação cheia alcançou 3,83%, representando 36% da taxa observada para o ano e 85% da meta de 4,5%. Esse resultado foi fortemente afetado pelo aumento nos preços administrados, com os reajustes na tarifa de energia elétrica residencial respondendo por parte relevante desse aumento. Mais especificamente, a variação dos preços administrados contribuiu com 1,90 p.p. da inflação cheia observada nos primeiros três meses de 2015, observando-se que o reajuste da energia elétrica residencial correspondeu a 4,54 p.p. da variação dos preços administrados (8,45%), nesse mesmo período. Ademais, deve-se ressaltar que o ajuste fiscal implementado em 2015 incluiu, entre outras medidas, aumento de tarifas públicas e recomposição de impostos regulatórios, com impacto direto e relevante sobre alguns preços, não apenas, mas, sobretudo, os administrados. O último semestre de 2015 também foi comprometido pelos efeitos de novos ajustes nos preços administrados, advindos, principalmente, da variação nos preços dos combustíveis, e pelo repasse da desvalorização cambial observada ao longo do ano.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 1 - Inflação mensal e acumulada em 12 meses - IPCA 2014-2015

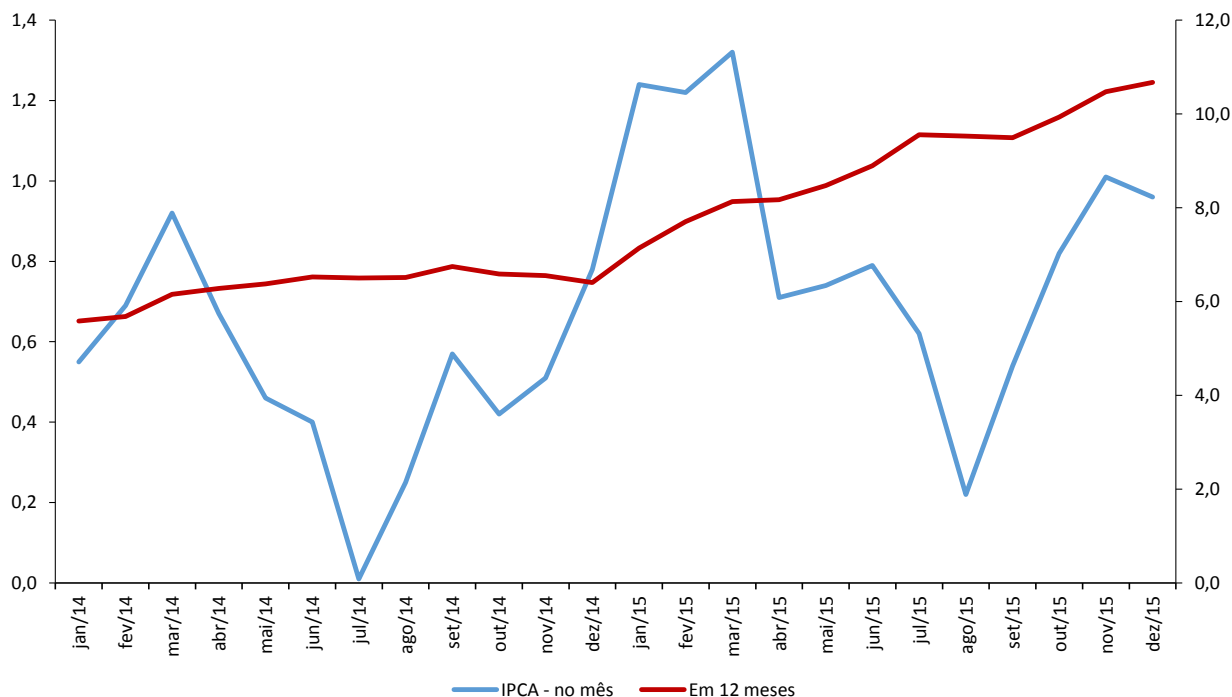


Tabela 1 - Variação percentual do IPCA, de preços livres e de preços administrados no período.

	IPCA	Taxa de variação	
		Livres	Administrados
2014	1° Trim	2,18	0,76
	2° Trim	1,54	1,62
	3° Trim	0,83	1,31
	4° Trim	1,72	1,54
	Ano	6,41	5,32
2015	1° Trim	3,83	8,45
	2° Trim	2,26	3,15
	3° Trim	1,39	2,43
	4° Trim	2,82	3,04
	Ano	10,67	18,07

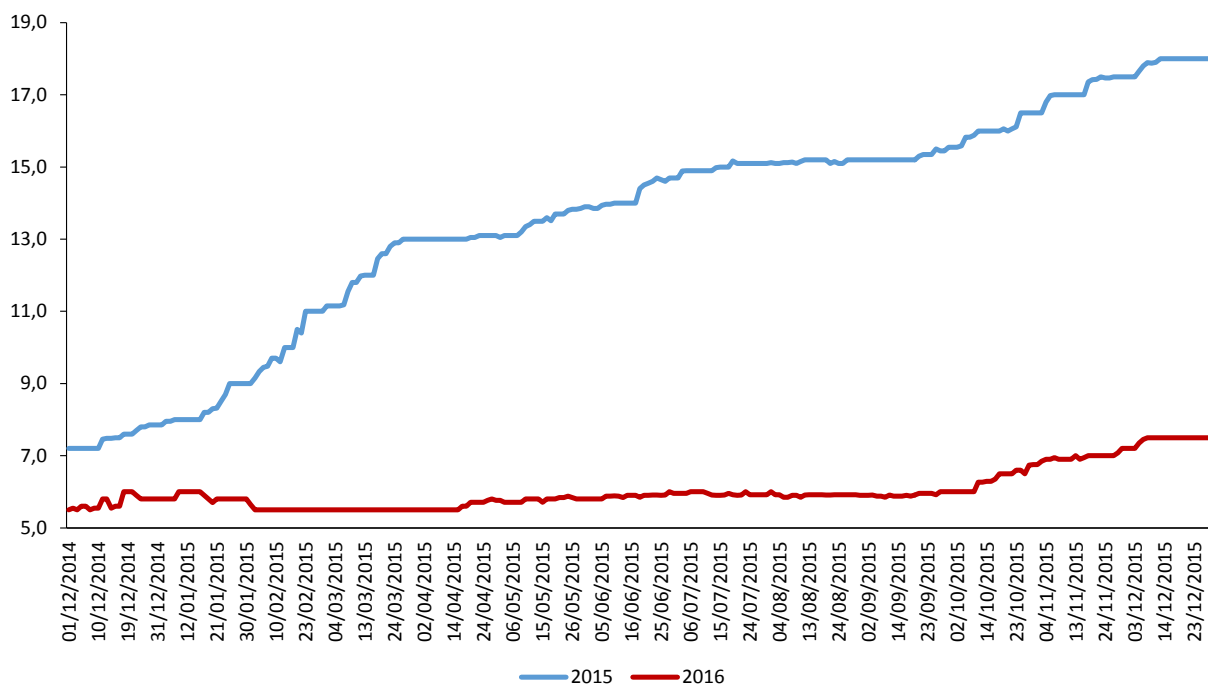
6. Ainda a respeito da intensidade e da magnitude do ajuste de preços administrados, a pesquisa Focus apontava, no início de 2015, projeções de inflação de preços administrados de 7,85%. O Gráfico 2 apresenta a evolução dessas projeções desde o final de 2014. Observa-se, ao longo do primeiro trimestre do ano, trajetória de elevação, atingindo 13,00% já ao final de março. Essa tendência continuou até o início do terceiro trimestre de 2015, quando as projeções indicavam



BANCO CENTRAL DO BRASIL

valores próximos a 15%. Após relativa estabilidade no terceiro trimestre, essas expectativas tornaram a elevar-se, superando 17%, conforme os agentes econômicos passaram a perceber que esse processo mostrava-se mais demorado e mais intenso que o previsto. É interessante, entretanto, notar a avaliação do mercado a respeito da desinflação esperada para os preços administrados em 2016, apontando para redução de aproximadamente 10,5 p.p. na comparação com o valor ocorrido em 2015.

Gráfico 2 - Expectativas para o IPCA - Preços Administrados - 2015-2016



7. Conforme destacado anteriormente, além do processo de ajuste entre preços administrados e preços livres, o realinhamento entre preços domésticos e preços internacionais também foi fator importante para explicar o comportamento da elevada inflação ao longo de 2015. O Gráfico 3, com a evolução da taxa nominal de câmbio (R\$/US\$) em 2014 e 2015, mostra que, após manter-se relativamente estável durante praticamente todo o período de 2014, a taxa de câmbio apresentou um primeiro movimento significativo de depreciação entre setembro daquele ano e março de 2015, em linha com as expectativas a respeito do início do processo de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. Entretanto, após curto período de estabilidade, agosto de 2015 marcou o início de significativa depreciação cambial adicional, que durou até o final de setembro. Ao final de dezembro, a taxa de câmbio voltou a apresentar-se volátil. Nesse contexto, a taxa nominal de câmbio acumulou desvalorização de 47% ao longo de 2015.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 3 - Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$) - 2014-2015



8. Ainda a respeito do realinhamento entre preços domésticos e internacionais, cabe fazer uma distinção sobre as causas dos movimentos na taxa de câmbio nominal ocorridos ao final de 2015. Conforme ressaltado no Relatório de Inflação de setembro de 2015, e consistente com as discussões a respeito do Orçamento Geral da União para 2016 feitas à época, alterações significativas na trajetória esperada para as variáveis fiscais impactaram não apenas as hipóteses de trabalho contempladas nas projeções de inflação, mas também o próprio processo de apreçamento de ativos e a percepção de risco da economia doméstica, contribuindo para a deterioração das avaliações sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo e da confiança dos agentes econômicos. Ao se analisar o comportamento das expectativas de mercado coletadas pelo Gerin para a inflação suavizada doze meses à frente (Gráfico 4), nota-se, desde o final de 2014, uma trajetória decrescente dessas expectativas, a despeito do primeiro movimento de desvalorização cambial, que durou até março de 2015, e do forte impacto do realinhamento de preços administrados observado nesse mesmo período. Essa trajetória é claramente interrompida no final de agosto de 2015, coincidindo com eventos negativos, do ponto de vista das expectativas de inflação, relacionados à definição da política fiscal, consistente com o segundo movimento de desvalorização cambial observado em agosto e setembro, seguido de outro episódio de volatilidade ao final do ano.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 4 - Expectativas suavizadas para o IPCA 12 meses à frente



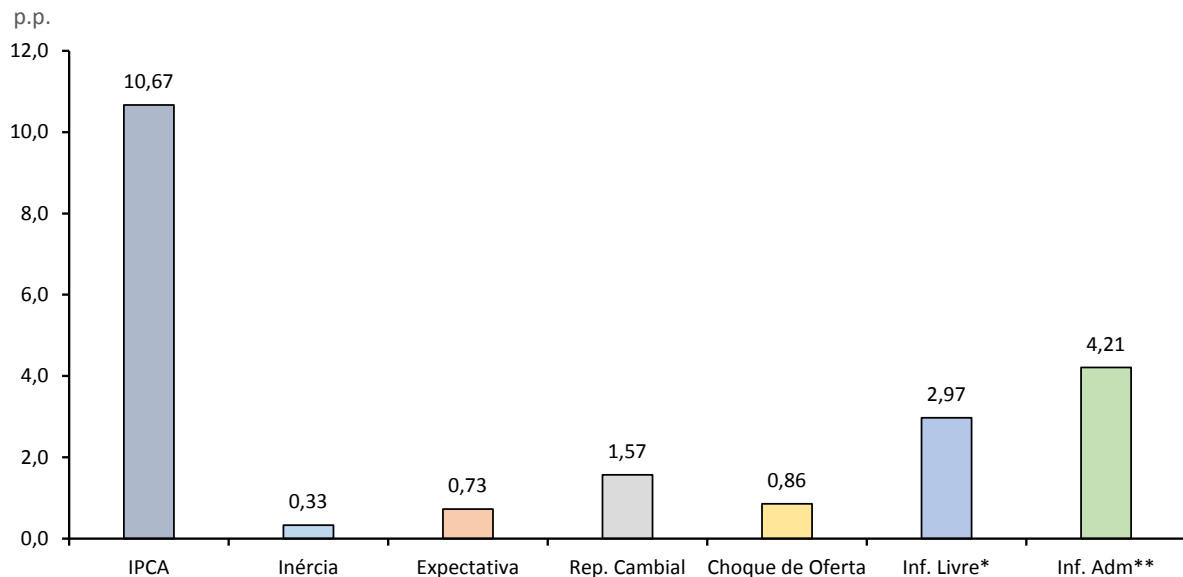
9. Avaliando a questão sob outra perspectiva, o Gráfico 5 apresenta a decomposição da inflação de acordo com metodologia publicada no Relatório de Inflação de março de 2015¹, que considera seis componentes principais: *i*) variação cambial; *ii*) inércia associada à parcela da inflação que excedeu o valor central da meta; *iii*) diferença entre as expectativas de inflação dos agentes de mercado e o valor central da meta; *iv*) choque de oferta; *v*) inflação de preços livres, excluídos os efeitos dos quatro itens anteriores; e *vi*) inflação de preços administrados, excluídos os efeitos de *ii*). Nessa decomposição, as contribuições da inércia e das expectativas são calculadas como desvios em relação ao valor central da meta. Os demais fatores – repasse cambial, choque de oferta, inflação de preços livres e inflação de preços administrados – são contribuições para o total da variação do IPCA no ano. Cabe ressaltar que o cálculo da decomposição é uma aproximação baseada nos modelos do BCB, sujeito, dessa forma, às limitações inerentes ao processo de modelagem.

¹ Boxe “Decomposição da Inflação de 2014”, do Relatório de Inflação de março de 2015.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 5 - Decomposição da taxa de inflação de 2015



* Excluindo repasse cambial, inércia, expectativas e choque de oferta.

** Excluindo inércia

10. Com base nesses dados, nota-se que a maior contribuição para a variação absoluta do IPCA adveio dos preços administrados² (4,21 p.p.), seguida da contribuição da inflação de preços livres (2,97 p.p.), da variação cambial (1,57 p.p.) e dos choques de oferta (0,86 p.p.). Em termos relativos, esses quatro itens responderam, respectivamente, por 39,5%, 27,8%, 14,7% e 8,1% da inflação total em 2015 – cerca de 90% do total da variação dos preços ao longo do ano. Por sua vez, as expectativas e a inércia contribuíram com 0,73 p.p. e 0,33 p.p., ou seja, 6,8% e 3,1% da variação total do IPCA, respectivamente.

11. Essa decomposição evidencia o papel de cada um dos processos de ajuste de preços relativos citados anteriormente. De se ressaltar o papel do ajuste de preços administrados na economia, cuja variação isolada correspondeu a mais de 90% da meta de inflação para 2015, mesmo não considerando os efeitos da transmissão do ajuste desses preços sobre o restante da economia. Destaca-se também como fator fundamental a evolução dos preços dos ativos domésticos e das expectativas de inflação, ambos influenciados, como ressaltado anteriormente, pelo elevado grau de incerteza para a trajetória esperada para as variáveis fiscais. Juntos, mudanças nas expectativas e os efeitos do repasse cambial foram responsáveis por 2,3 p.p. da taxa de inflação de 2015. No agregado, a contribuição dos preços administrados, do repasse cambial e das expectativas de inflação soma 6,55 p.p., superior, portanto, ao limite estabelecido para a meta de inflação para 2015.

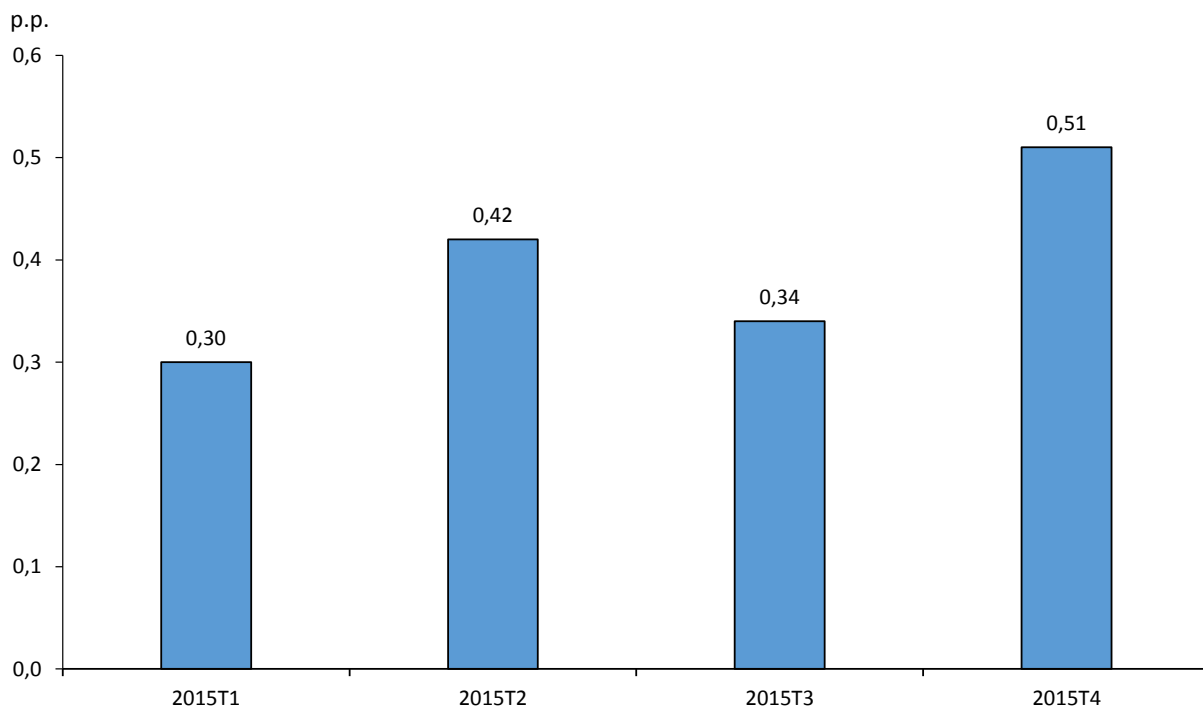
² Ressalte-se que os efeitos de segunda ordem dos preços administrados sobre os preços livres não estão incluídos nessa contribuição.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

12. Os efeitos da mudança de preços relativos domésticos em relação aos preços internacionais podem ser mais bem entendidos por meio da decomposição da inflação de 2015 em frequência trimestral. O Gráfico 6 apresenta os valores estimados para os efeitos da depreciação cambial sobre o IPCA para cada trimestre de 2015. Nota-se que o impacto do repasse estimado aumenta no segundo trimestre de 2015, atingindo 0,42 p.p. do IPCA. Em seguida, o rápido período de estabilidade cambial entre março e julho de 2015 aparece nas estimativas de menor repasse para o terceiro trimestre desse mesmo ano. Por fim, o aumento das incertezas sobre a trajetória das variáveis fiscais a partir de agosto e, em menor medida, as mudanças no gerenciamento da política cambial na China, teve consequências importantes sobre os preços dos ativos domésticos – com episódios de maior volatilidade em setembro e dezembro –, fazendo o efeito do repasse cambial aumentar significativamente no último trimestre de 2015, sendo responsável por 0,51 p.p. do IPCA no período.

Gráfico 6 - Decomposição do repasse cambial de 2015 por trimestre



13. Adicionalmente, há que se notar que o ajuste de preços administrados observado em 2015 (18,07%) – maior variação anual desde 1999 –, teve reflexos no comportamento da inflação dos preços livres, decorrentes de efeitos de segunda ordem, como, entre outros, o repasse pelas empresas, mesmo que parcial, dos aumentos da energia elétrica e dos combustíveis para os preços de suas mercadorias e serviços. Conforme a Tabela 1, enquanto a inflação de preços livres no primeiro trimestre de 2015 ainda registrou valor abaixo do observado no mesmo trimestre de 2014, em todos os trimestres restantes a variação desses preços foi superior àquela observada no mesmo trimestre do ano anterior. Em parte, esse comportamento resultou do aumento da inflação



BANCO CENTRAL DO BRASIL

de preços administrados, principalmente no primeiro trimestre, que permaneceu acima dos níveis observados em 2014 ao longo de todo o período de 2015.

14. Outro fator a contribuir para a elevação do IPCA ao longo de 2015 foi o aumento da inflação de alimentos *in natura*. Como um todo, o segmento alimentação e bebidas apresentou inflação acumulada de 12,01% em 2015, com contribuição de 2,9 p.p. no IPCA do ano. Em 2014, o mesmo segmento mostrou inflação de 8,03%, com contribuição de 1,9 p.p. no IPCA daquele ano. Fatores climáticos impediram que esses preços seguissem o padrão sazonal normalmente observado ao longo do ano.

15. Ressalte-se que a contribuição, via decomposição, de 2,97 p.p. dos preços livres³ para o IPCA reflete, em parte, o nível da inflação de serviços (8,09%), que apesar de apresentar certo recuo em períodos recentes, mostra significativa resistência, mesmo no atual cenário em que medidas convencionais de hiato do produto encontram-se em território desinflacionário, em linha com as taxas recentes de evolução da atividade, e após o esforço de política monetária já realizado.

II. Atuação do Banco Central

16. No regime de metas para a inflação, o Banco Central orienta suas decisões de acordo com os valores que projeta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços. Embora outras ações de política macroeconômica possam influenciar a trajetória dos preços, cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos. Coerente com essa postura, o Banco Central iniciou, ainda no segundo trimestre de 2013, ciclo de aperto monetário que alcançou 450 pontos base até o final de 2014. Essa postura de política monetária continuou em 2015, totalizando 700 pontos base (p.b.).

17. Dessa maneira, especificamente ao longo de 2014 e de 2015, as decisões de política monetária foram tomadas com o objetivo de evitar que o impacto de curto prazo dos já mencionados processos de ajustes de preços relativos na economia fosse transmitido para horizontes mais longos. Assim, a política monetária manteve-se ativa para conter os efeitos de segunda ordem resultantes desses processos.

18. Cabe destacar que, em junho de 2014, após ajuste nas condições monetárias de 375 p.b. iniciado em 2013, as expectativas de mercado coletadas pelo Gerin e as projeções do próprio BCB, apresentadas no Relatório de Inflação, apontavam para taxas de inflação em torno de 6,0% para o ano de 2015. Essas expectativas eram sustentadas, entre outros fatores, pelas projeções para os preços administrados, então em 6,5% para o ano seguinte. Dessa forma, o comitê avaliou que os efeitos da elevação da Selic sobre a inflação, em parte, ainda estavam por se materializar, ainda mais na presença de níveis de confiança modestos e em tendência de queda.

³ Os preços livres correspondem a, aproximadamente, 76% do IPCA.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

19. Ainda em outubro de 2014, a intensificação dos ajustes de preços relativos na economia tornou o balanço de riscos para a inflação menos favorável para 2015, aumentando a probabilidade de que a inflação de 2015 ultrapassasse o limite superior da banda. Dessa forma, o Copom reiniciou o processo de ajuste das condições monetárias iniciado em abril de 2013, totalizando 450 p.b. até o final de 2014.

20. Nas reuniões de janeiro a julho de 2015, o Copom promoveu cinco elevações, de 0,50 p.p. cada, na meta para a taxa Selic, levando-a a atingir 14,25% a.a., em julho. Essa ação foi tomada com vistas a assegurar a convergência da inflação para a meta de 4,5% ao final de 2016. Na avaliação do Copom, em decorrência dessa estratégia, o cenário de convergência vinha se fortalecendo, caracterizado por sinais benignos vindos de indicadores de expectativas de médio e longo prazo.

21. A manifestação dos efeitos da política monetária sobre a demanda agregada se revelava em uma avaliação do conjunto de indicadores de ociosidade da economia. No Relatório de Inflação de junho, o Copom indicava que medidas convencionais do hiato do produto encontravam-se em território desinflacionário, com taxas de expansão da atividade abaixo do crescimento potencial da economia, cenário que tenderia a permanecer nos trimestres seguintes.

22. Parte dos efeitos da política monetária operava pelo canal das expectativas, mais especificamente, na evolução das expectativas de inflação para 2016. De acordo com as informações coletadas pelo Gerin, apesar da elevação das expectativas para o IPCA de 2015, em decorrência dos elevados níveis de inflação observados nos primeiros meses do ano, houve recuo nas expectativas para 2016. Após iniciarem o ano em 5,7%, as expectativas de mercado para o IPCA de 2016 atingiram 5,4%, em julho. Embora ainda se encontrasse acima da meta de 4,5% a.a., o recuo, naquele momento, concomitantemente com a elevação da inflação esperada para 2015, reforçava hipóteses a respeito da capacidade da política monetária em curso de ancorar as expectativas. Esse efeito é ainda mais evidente ao se analisar o recuo das expectativas para a inflação de 2017 e de 2018, que declinaram, ambas de 5,5%, no início de 2015, para 4,7% e 4,5%, respectivamente, ao final de julho.

23. Outra parte do efeito da política monetária foi decorrente da capacidade do Copom de comunicar sua estratégia à sociedade. Essa comunicação teve papel relevante na evolução das expectativas a respeito da trajetória futura da taxa Selic. Após a reunião de julho, as expectativas coletadas pelo Gerin indicavam que era esperado pelas instituições de mercado o início de um ciclo de redução da meta para a taxa de juros a partir da reunião de abril de 2016. Naquele momento, o processo de comunicação do Copom foi eficiente em reforçar que a manutenção da taxa Selic no nível de 14,25% a.a., por período de tempo suficientemente prolongado, era necessária para a convergência da inflação para a meta ao final de 2016.

24. No entanto, em julho, o anúncio de alterações nas trajetórias para as variáveis fiscais afetou as expectativas de inflação e os preços de ativos e contribuiu para criar uma percepção menos positiva sobre o ambiente macroeconômico no médio e no longo prazo. No final de agosto, a perspectiva de nova mudança de trajetória para as variáveis fiscais, implícita na proposta orçamentária para 2016, novamente afetou as expectativas e, de forma significativa, os preços de ativos. Essas duas importantes variáveis, expectativas e preços de ativos, também foram afetadas



BANCO CENTRAL DO BRASIL

nos episódios, não concomitantes, de rebaixamento da nota de crédito soberano por duas das mais importantes agências de classificação de riscos.

25. Em setembro o Copom considerou que os riscos remanescentes para o cumprimento da meta de 4,5% no final de 2016 eram condizentes com os efeitos defasados e cumulativos das ações de política monetária. No entendimento do Comitê, a manutenção do patamar da taxa básica de juros em 14,25% a.a., por período suficientemente prolongado, era a estratégia correta e necessária para a convergência da inflação para a meta.

26. Considerando que o processo de ajustes de preços relativos mostrava-se mais intenso e mais prolongado que o antecipado e o custo adicional para a economia, em termos de sacrifício do produto, na busca por maior desinflação em curto espaço de tempo, o Copom, em outubro, decidiu alongar o prazo de convergência da inflação para o horizonte relevante para a política monetária, de acordo com o que sugere a teoria, no que é respaldada pela evidência internacional.

27. Na reunião de novembro, incertezas adicionais associadas ao balanço de riscos, principalmente quanto à velocidade do processo de recuperação dos resultados fiscais e à sua composição e ao fato de o processo de realinhamento de preços relativos ter-se mostrado mais prolongado e mais intenso que o previsto, levaram dois membros do Copom a argumentar que seria oportuno ajustar, de imediato, as condições monetárias, elevando a taxa básica em 0,50 p.p. A maioria dos membros, no entanto, considerou monitorar a evolução do cenário macroeconômico até a reunião de janeiro de 2016 para, então, definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária, mantendo a meta para a taxa Selic em 14,25% a.a. Nessa oportunidade, o Comitê decidiu especificar a trajetória de convergência da inflação, qual seja, circunscrevê-la aos limites estabelecidos pelo CMN, em 2016, e fazer a inflação convergir para a meta de 4,5%, em 2017.

28. Assim, diante do compromisso com o regime de metas para a inflação, o Banco Central pautou sua atuação na avaliação do comportamento futuro da inflação e sua convergência para a meta, agindo preventivamente de forma a conter os efeitos de segunda ordem resultantes dos processos de ajustes de preços relativos.

29. Adicionalmente, é importante considerar que as ações de política monetária devem levar em conta a existência de mecanismos endógenos e compensatórios que contribuem com o ajuste da demanda agregada. Alguns desses mecanismos manifestaram-se ao longo de 2015. Primeiro, a desvalorização da taxa de câmbio alterou a composição da demanda agregada, o que foi evidenciado pela significativa redução do *deficit* em transações correntes observada ao longo do ano. Um segundo mecanismo foi caracterizado pela forte alta nas taxas de juros de mercado ocorrida após o anúncio da redução das metas fiscais em julho. Esse movimento de taxas de juros representou um aperto nas condições financeiras que não teve origem em elevações da taxa Selic. Muito embora reconheça a existência desses mecanismos e os considere em suas decisões de política monetária, o Banco Central ressalta que cabe especificamente à política monetária manter-se vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

III. Providências e prazos para a convergência da inflação à meta

30. Em 2015, os ajustes de preços relativos representados pelo fortalecimento do dólar norte-americano e pelo aumento dos preços administrados criaram importantes desafios à condução da política monetária. Esses ajustes de preços fizeram com que a inflação se elevasse em 2015, necessitando de determinação e perseverança para impedir sua transmissão para prazos mais longos. Ao tempo em que reconhece que esses ajustes de preços relativos tiveram impactos diretos sobre a inflação, o Banco Central reafirma sua visão de que a política monetária pode conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.

31. Nesse sentido, reitera que, no regime de metas para a inflação, orienta suas decisões de acordo com os valores projetados para a inflação e com base na análise de cenários alternativos para a evolução das principais variáveis que determinam a dinâmica dos preços.

32. O Banco Central tem trabalhado para manter a inflação sob controle e fazer com que retorne à trajetória de convergência para as metas definidas pelo CMN. O atual ciclo de aperto monetário, iniciado em 2013, resultou em aumento de 700 p.b. na meta para a taxa Selic. A respeito do assunto, um aspecto importante, para o qual o Banco Central tem chamado a atenção, reside no fato de que os efeitos das ações da política monetária sobre a inflação são cumulativos e se manifestam com defasagens, ou seja, em parte as condições mais restritivas já atuaram sobre o processo gerador de preços e, em outra, ainda estão por se materializar. Entende-se, assim, que as ações de política monetária restringirão a propagação dessa alta de preços para períodos mais distantes, contendo os chamados efeitos de segunda ordem sobre os demais preços da economia.

33. Outro ponto importante sobre o combate à inflação, abordado na literatura e que está de acordo com as melhores práticas internacionais, diz respeito à adoção de um desenho de política fiscal consistente e sustentável, de modo a permitir que as ações de política monetária sejam plenamente transmitidas aos preços. Nesse ponto, vale ressaltar que, considerando que o ajuste fiscal em curso também possui suas próprias defasagens entre a discussão e a adoção das medidas e seus resultados, quanto mais tempestiva for sua execução, mais rápida será sua contribuição para a retomada de uma trajetória de preços consistente com as metas de inflação definidas pelo CMN.

34. Sobre outros fatores que atuarão na convergência da inflação à meta, o Banco Central entende que o processo de ajuste macroeconômico em curso, intensificado por eventos não econômicos, contribuirá para uma dinâmica menos pressionada da inflação, ao auxiliar na quebra da resiliência de preços. Em termos do conjunto de indicadores de ociosidade da economia, nota que medidas convencionais de hiato do produto encontram-se em território desinflacionário, em linha com a evolução recente da atividade – menores que as estimativas de crescimento potencial da economia. Considerando as perspectivas de crescimento, o Banco Central avalia que nos próximos trimestres essas medidas de hiato tendem a permanecer em território desinflacionário.



BANCO CENTRAL DO BRASIL

35. Adicionalmente, em 2016, a inflação mensal mais alta, impactada pelo realinhamento de preços relativos, cederá lugar a valores que refletirão melhor o estado corrente das condições monetárias, levando a um processo desinflacionário significativo. Contribuirão nesse processo de desinflação as trajetórias esperadas para os preços administrados, mais favoráveis que as verificadas em 2015, bem como a redução esperada da inflação do setor de serviços, influenciada pelos efeitos da abertura do hiato do produto e pela desaceleração do rendimento real.

36. Ao tempo em que entende que a política monetária deve ser orientada no sentido de eliminar o efeito secundário dos choques sobre a inflação, combatendo possíveis movimentos de propagação das elevações iniciais desses preços e, ao mesmo tempo, preservando o realinhamento inicial dos preços relativos, o Banco Central ressalta que a política monetária deve também buscar o período adequado para que a inflação volte à trajetória das metas previamente definidas, o que depende, sobretudo, da magnitude e do grau de persistência dos ajustes de preços relativos.

37. Dessa forma, não obstante o esforço de política monetária já realizado, vale reiterar que, nas atuais circunstâncias, a política monetária deve manter-se vigilante para conter eventuais efeitos adicionais resultantes dos dois importantes processos de ajustes de preços relativos que dominaram a economia em 2015. Só assim será possível ancorar as expectativas, um dos pilares do regime de metas para a inflação, e assegurar a convergência da inflação para a meta.

38. Nesse contexto, é importante ressaltar que, independentemente do contorno das demais políticas, o Banco Central 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.

Atenciosamente.

Alexandre Antonio Tombini
Presidente