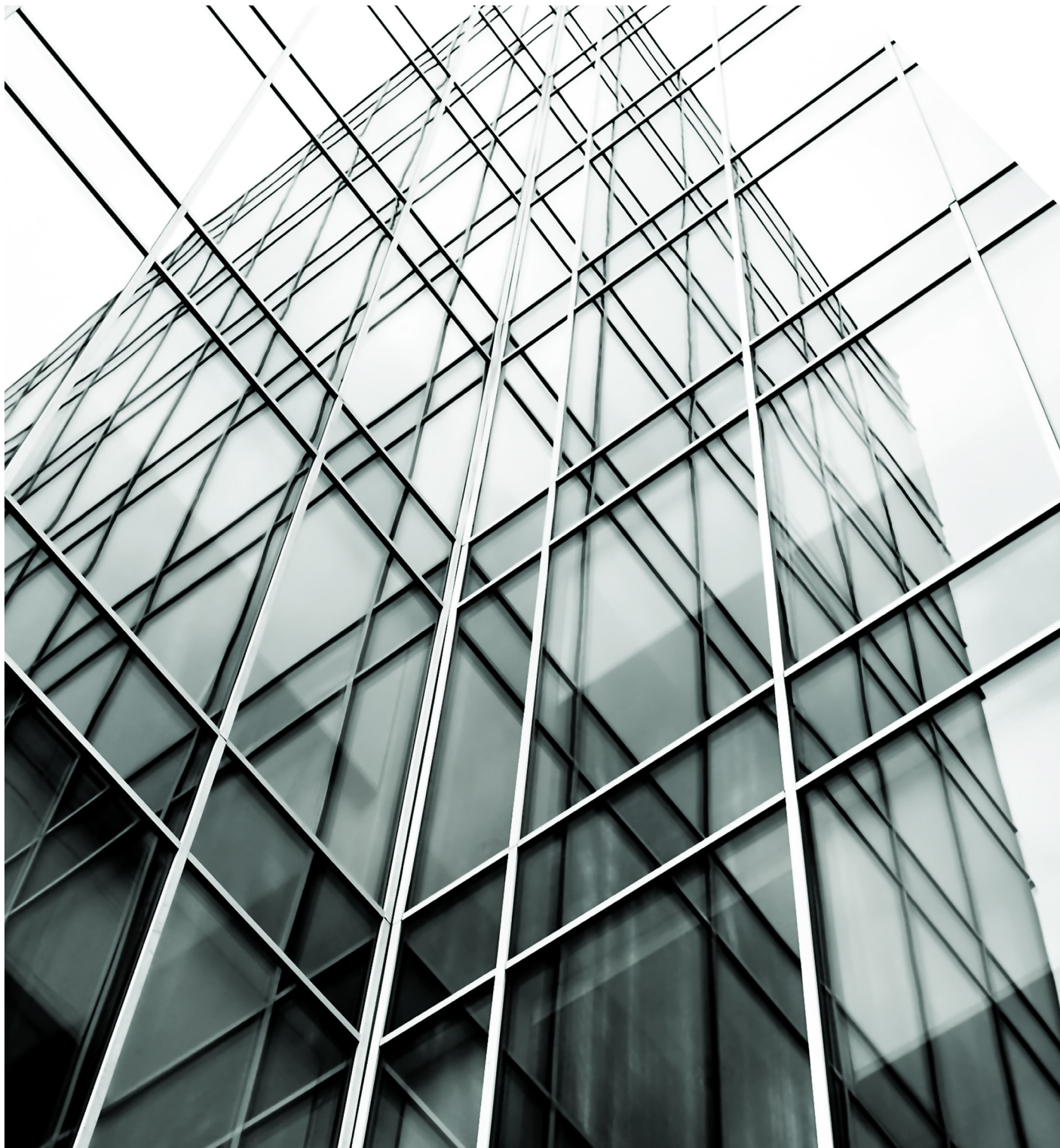




ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 22 | Número 1 | Março 2020



Relatório de Inflação

Volume 22 | Número 1 | Março 2020

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Os textos, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir:

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bcb.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 22, nº 1.

Convenções estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- * dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo-se o primeiro e o último.

A barra (/) entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo-se o primeiro e o último, ou, se especificado no texto, o ano-safra ou o ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamento.

Não é citada a fonte dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/faleconosco>>

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

Missão e objetivos

O Banco Central do Brasil (BCB) tem como missão 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.

A experiência, tanto doméstica quanto internacional, mostra que a melhor contribuição da política monetária para que haja crescimento econômico sustentável, desemprego baixo e melhora nas condições de vida da população é manter a taxa de inflação baixa, estável e previsível.

A literatura econômica indica que taxas de inflação elevadas e voláteis geram distorções que levam a aumento dos riscos e impactam negativamente os investimentos. Essas distorções encurtam os horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos e deterioram a confiança de empresários. 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. Além disso, produzem dispersão ineficiente de preços e diminuem o valor informacional que os mesmos têm para a eficiente alocação de recursos na economia.

Inflação alta e volátil tem, ainda, efeitos redistributivos de caráter regressivo. As camadas menos favorecidas da população, que geralmente têm acesso mais restrito a instrumentos que as protejam da perda do poder de compra da moeda, são as mais beneficiadas com a estabilidade de preços.

Em resumo, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, afetam a geração de empregos e de renda, e pioram a distribuição de renda.

Implementação

A política monetária tem impacto sobre a economia com defasagens longas, variáveis e incertas, usualmente estimadas em até dois anos. Devido à substancial incerteza associada a projeções de inflação no horizonte relevante para a condução da política monetária, em grande medida decorrente da incidência natural de choques favoráveis e desfavoráveis na economia ao longo do tempo, é de se esperar que, mesmo sob condução apropriada da política monetária, a inflação realizada oscile em torno da meta. O Copom deve procurar conduzir a política monetária de modo que suas projeções de

inflação apontem inflação convergindo para a meta. Dessa forma, é natural que a política monetária seja realizada olhando para o futuro.

O arcabouço de metas para a inflação no Brasil é flexível. O horizonte que o BCB vê como apropriado para o retorno da inflação à meta depende tanto da natureza dos choques que incidem sobre a economia quanto de sua persistência.

O BCB entende que uma comunicação clara e transparente é fundamental para que a política monetária atinja seus objetivos de maneira eficiente. Assim, regularmente o BCB publica avaliações sobre os fatores econômicos que determinam a trajetória da inflação, além de riscos potenciais a essa trajetória. Os Comunicados e Atas do Copom, e o Relatório de Inflação são veículos fundamentais na comunicação dessas avaliações.

Relatório de Inflação

As projeções para a inflação são apresentadas em cenários com condicionantes para algumas variáveis econômicas. Tradicionalmente, os condicionantes referem-se às trajetórias da taxa de câmbio e da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ao longo do horizonte de projeção. Essas trajetórias normalmente são oriundas das expectativas coletadas pela pesquisa Focus, realizada pelo BCB com analistas independentes, ou consideram constantes os valores dessas variáveis. Os cenários apresentados envolvem uma combinação desses condicionantes. Cenários alternativos também podem ser apresentados. É importante ressaltar que esses cenários são alguns dos instrumentos quantitativos que servem para orientar as decisões de política monetária do Copom, e que seus condicionantes não constituem e nem devem ser vistos como previsões do Comitê sobre o comportamento futuro dessas variáveis.

As projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza associado às mesmas. As previsões de inflação dependem não apenas dos condicionamentos feitos para as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O Copom utiliza um conjunto amplo de modelos e cenários, com condicionantes a eles associados, para orientar suas decisões de política monetária. Ao expor alguns desses cenários, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

Sumário

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	7
Conjuntura econômica	11
1.1 Cenário externo	11
1.2 Conjuntura interna	15
Atividade econômica e mercado de trabalho	15
Crédito	21
Fiscal	24
Demanda externa e Balanço de pagamentos	25
1.3 Inflação e expectativas de mercado	27
Índices de preços	28
Índice de difusão e núcleos	30
Expectativas de mercado	30
Perspectivas para a inflação	55
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	56
2.2 Projeções condicionais	57
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	61
Boxes	
Efeitos econômicos da pandemia de COVID-19	31
Revisão da projeção do PIB para 2020	39
Projeção para a evolução do crédito em 2020	41
Dinâmica recente do endividamento das empresas com débitos externos	43
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2020	47
Choque no preço de carnes	49
Decomposição da inflação de 2019	65
Indicador de Condições Financeiras	69
Potência da política monetária	74
Apêndice	81

Sumário executivo

A economia mundial, incluindo a brasileira, passa por momento de elevado grau de incerteza em decorrência da pandemia de coronavírus, que está provocando desaceleração significativa da atividade econômica, queda nos preços das *commodities* e aumento da volatilidade nos preços de ativos financeiros. Nesse contexto, apesar da provisão adicional de estímulo monetário pelas principais economias, o ambiente para as economias emergentes tornou-se desafiador, com o aumento de aversão ao risco e a consequente realocação de ativos provocando substancial aperto nas condições financeiras.

Internamente, dados divulgados desde a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de fevereiro (228ª reunião) vinham em linha com o processo de recuperação gradual da economia brasileira. Entretanto, esses dados ainda não refletem os impactos da pandemia de COVID-19 na economia brasileira.

O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) no quarto trimestre de 2019 e as informações setoriais referentes aos primeiros meses deste ano corroboravam o cenário básico do Copom, de recuperação gradual da atividade. Contudo, o efeito contracionista da atual pandemia ensejou revisão da projeção de crescimento do PIB em 2020. Embora haja elevado grau de incerteza nessa projeção, ela foi revisada de 2,2%, publicada no Relatório de Inflação em dezembro, para estabilidade.

Diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.

As projeções de curto prazo foram influenciadas significativamente pelos movimentos recentes nas cotações de *commodities*, em particular pelas expressivas retrações dos preços internacionais de petróleo, que repercutem rapidamente sobre os preços domésticos de combustíveis. As implicações da pandemia sobre o segmento de serviços,

notadamente, sobre os preços de passagens aéreas, provavelmente irão se refletir nas leituras mensais de inflação, sobretudo a partir de maio.

As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,1%, 3,65% e 3,5%, respectivamente.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário híbrido, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante a R\$4,75/US\$, as projeções do Copom situam-se em torno de 3,0% para 2020 e 3,6% para 2021. Esse cenário supõe trajetória de juros que encerra 2020 em 3,75% a.a. e se eleva até 5,25% a.a. em 2021. No cenário com taxa de juros constante a 4,25% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$4,75/US\$, as projeções situam-se em torno de 3,0% para 2020 e 3,6% para 2021.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom realizada em 17 e 18.3.2020 (229ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central do Brasil, a data de corte é 13.3.2020, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (229ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros em 0,5 ponto percentual, para 3,75% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário 2020 e, principalmente, de 2021.

Na ocasião, o Copom comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, o nível de ociosidade pode produzir trajetória de inflação abaixo do esperado. Esse risco se intensifica caso um agravamento da pandemia provoque aumento da incerteza e redução da demanda com maior magnitude ou duração do que o estimado.

Por outro lado, o aumento da potência da política monetária, a deterioração do cenário externo ou frustrações em relação à continuidade das reformas podem elevar os prêmios de risco e gerar uma trajetória da inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

O Copom enfatiza que perseverar no processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para permitir a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta, ainda, que questionamentos sobre a continuidade das reformas e alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas têm o potencial de elevar a taxa de juros estrutural da economia. Nessa situação, relaxamentos monetários adicionais podem tornar-se contraproducentes se resultarem em aperto nas condições financeiras.

O Copom entende que a atual conjuntura prescreve cautela na condução da política monetária, e neste momento vê como adequada a manutenção da taxa Selic em seu novo patamar. No entanto, o Comitê reconhece que se elevou a variância do seu balanço de riscos e novas informações sobre a conjuntura econômica serão essenciais para definir seus próximos passos.

O Banco Central do Brasil ressalta que continuará fazendo uso de todo o seu arsenal de medidas de políticas monetária, cambial e de estabilidade financeira no enfrentamento da crise atual.

Conjuntura econômica

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa a evolução recente da conjuntura econômica, considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade.

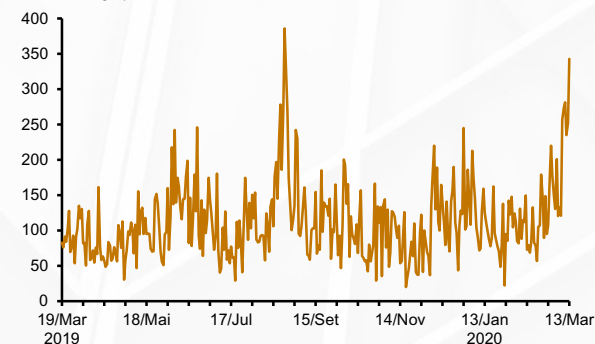
A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado de trabalho, à evolução do mercado de crédito, aos desempenhos das contas públicas e das contas externas do país. A seção final do capítulo analisa o comportamento da inflação e das expectativas de mercado, considerando as trajetórias dos principais indicadores de preços.

1.1 Cenário externo

A economia mundial, que vinha em desaceleração gradual, passou a enfrentar ambiente de elevada incerteza causada por choques de abrangência global, com deterioração da situação corrente e riscos para o cenário prospectivo. A atual pandemia de COVID-19 tem provocado impactos significativos para a atividade econômica mundial no trimestre, com interrupções nas cadeias globais de produção, redução na oferta de trabalho e diminuição da demanda. A recuperação da atividade depende do retorno, em nível global, de condições adequadas de saúde pública para a normalização do trabalho e do consumo, especialmente naquelas economias mais afetadas pela pandemia. Simultaneamente à escalada do coronavírus, movimentos recentes na oferta de petróleo contribuíram para reduzir os preços

Gráfico 1.1 – Índice de Incerteza^{1/}

Média de longo prazo = 100



Fonte: Bloomberg

1/ Baker-Bloom-Davis US economic policy uncertainty index.

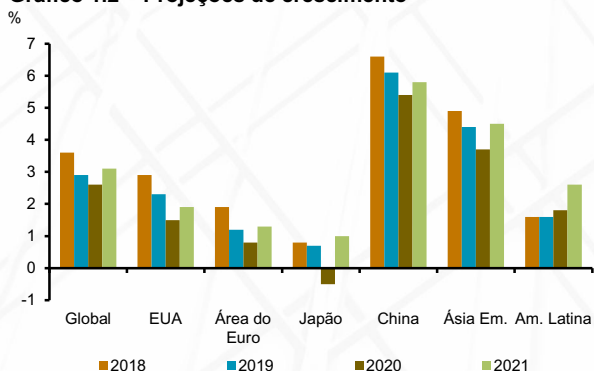
internacionais a patamares que, se sustentados por um período prolongado, podem inviabilizar a produção do produto em alguns países.

Nesse contexto, os preços de ativos mostraram pronunciada volatilidade nas últimas semanas, refletindo a preferência por ativos mais seguros em cenário de incertezas quanto: i) à magnitude e duração dos choques; ii) à eficácia das medidas adotadas para lidar com a pandemia e seus efeitos socioeconômicos; iii) aos efeitos sobre o comércio global e sobre a resiliência dos sistemas financeiros; e iv) ao tempo necessário para o retorno à normalidade. Os preços de *commodities* continuaram na trajetória de queda iniciada desde as primeiras disrupções na economia chinesa, intensificada com a escalada do coronavírus, respondendo às perspectivas de uma demanda global mais fraca. As decisões sobre os níveis de produção dos principais exportadores de petróleo e prováveis choques de oferta nos próximos meses ampliam a incerteza no horizonte relevante.

As condições financeiras globais estão mais desafiadoras em relação ao final de 2019 e o apetite por ativos mais arriscados, tanto de economias avançadas quanto de emergentes, reduziu-se substancialmente desde o último Relatório de Inflação. A depreciação generalizada das moedas de emergentes revela um fator comum associado com a deterioração do cenário global.

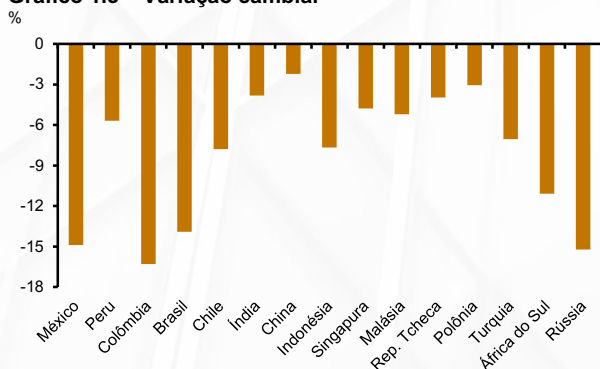
Os bancos centrais têm atuado oportunamente para dar respostas tempestivas e consistentes com a mudança no cenário para a inflação e a atividade. O Fed (*Federal Reserve*) reduziu a taxa de juros dos *Fed Funds* em 150 pontos-base em duas reuniões extraordinárias, além de anunciar um conjunto de medidas de liquidez. Dentre essas medidas, destacam-se a ampliação do rol de ativos elegíveis¹ nas operações de gerenciamento da liquidez do sistema e a reativação de linhas de *swap* entre bancos centrais² com o objetivo de assegurar liquidez em dólares americanos nos mercados internacionais. O Banco Central Europeu (BCE) anunciou linhas de liquidez amplas e direcionadas, com a ampliação e flexibilização dos programas de compra de ativos até o final de 2020. O movimento sincronizado de afrouxamento das políticas monetárias pelos bancos

Gráfico 1.2 – Projeções de crescimento^{1/}



Fonte: Bloomberg
1/ Var% A/A-1. Taxas realizadas em 2018/2019 e projetadas 2020/2021.

Gráfico 1.3 – Variação cambial^{1/}



Fonte: Bloomberg
1/ Taxa de variação em relação ao dólar americano de 19.01 a 13.03.

- 1/ O Fed anunciou em 15 de março um programa de compra de ativos de pelo menos US\$ 700 bilhões, sendo US\$ 500 bilhões em *Treasuries* (títulos públicos) e US\$200 bilhões em MBS (*Mortgage-Backed Securities* são ativos lastreados em hipotecas). Em seguida, o Fed anunciou a criação de instrumentos de liquidez para empresas, *dealers* primários e fundos mútuos.
- 2/ O Fed anunciou o estabelecimento de acordos de linhas de *swap* em dólares americanos com o Banco Central Europeu, Banco do Japão, Banco da Inglaterra, Banco do Canadá e Banco Nacional Suíço em 15 de março e, em 19 de março, a extensão dos acordos de *swap* com os bancos centrais de Austrália, Brasil, Cingapura, Coreia do Sul, Dinamarca, México, Noruega, Nova Zelândia e Suécia.

centrais³ evidencia a relevância do cenário externo e procura mitigar os impactos sobre o crescimento global. A continuidade do uso da política monetária depende, entretanto, do espaço disponível em cada economia e do cenário prospectivo para a inflação e para a atividade. Adicionalmente, há esforços de atuação coordenada de políticas econômicas⁴, com objetivos de garantir as necessidades imediatas ao combate à pandemia, minimizar os impactos econômicos e dar suporte para a normalização da atividade econômica pós-COVID-19.

As divulgações para o quarto trimestre de 2019 mostraram que a atividade cresceu em ritmo moderado nos Estados Unidos e na China e que houve desaceleração adicional na Área do Euro e no Japão. Indicadores mensais recentes divulgados para o G3 já revelam desaceleração como cenário central, mas ainda não refletem, por completo, os impactos severos da pandemia de COVID-19. As leituras de alta frequência confirmam que os efeitos da pandemia devem aparecer nas próximas divulgações para o primeiro trimestre. Nesse novo contexto, os preços ao consumidor e os núcleos de inflação nas economias centrais permanecem abaixo das metas de médio prazo e com riscos assimétricos para baixo.

Gráfico 1.4 – PIB^{1/}

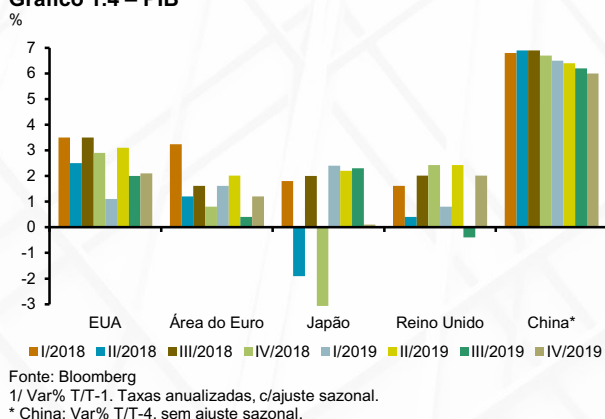
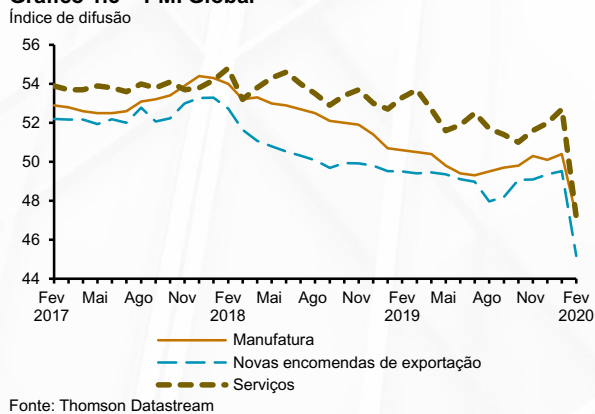


Gráfico 1.5 – PMI Global

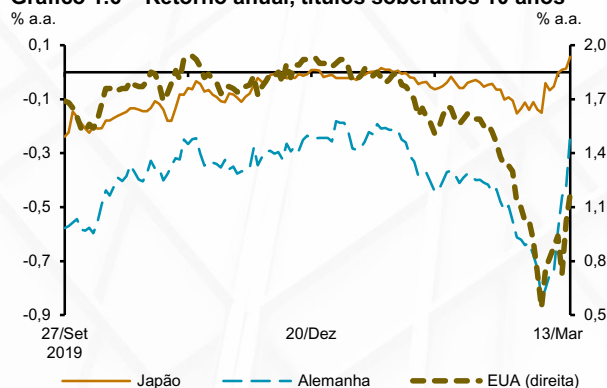


Nos Estados Unidos da América (EUA), o PIB cresceu 2,1% no quarto trimestre de 2019 (taxa trimestral anualizada), com contribuição predominante das exportações líquidas decorrente, especialmente, da retração das importações. O consumo contribuiu positivamente, mas com sinais de moderação. Dados parciais do primeiro trimestre sugerem continuidade dessa moderação, amplificada pelos impactos reais do novo coronavírus sobre o funcionamento das cadeias produtivas. Em termos de inflação, os preços ao consumidor não demonstram pressões significativas e o deflator dos gastos com consumo (PCE, em inglês) continua abaixo da meta de política monetária. Em sua avaliação sobre o estado atual da economia, o Comitê Federal de Mercado Aberto (FOMC) reconhece os fundamentos sólidos da economia americana, mas destaca a incerteza e impactos da COVID-19 sobre a atividade no horizonte relevante.

- 3/ Até 20 de março, os bancos centrais de Austrália, Canadá, Coreia do Sul, Noruega, Nova Zelândia, Reino Unido e Hong Kong haviam também modificado a política monetária para oferecer condições de juros mais favoráveis para a economia; entre os emergentes, África do Sul, Arábia Saudita, Brasil, Chile, China, Filipinas, Indonésia, Malásia, México, Polônia, República Tcheca, Rússia, Tailândia, Taiwan e Turquia ajustaram a política monetária no trimestre.
- 4/ Por exemplo, o Reino Unido anunciou coordenação de medidas monetárias, macroprudenciais e fiscais para contrapor os efeitos econômicos da disseminação da COVID-19 no território britânico. Os Estados Unidos anunciaram medidas fiscais de suporte do governo para licença-saúde, apoio aos pacientes acometidos pelo novo coronavírus, auxílio direcionado à alimentação para populações mais vulneráveis, além de auxílio financeiro para o teste laboratorial em grande escala. Medidas diversas em várias categorias têm sido anunciadas e recalibradas diariamente pelos governos de todo o mundo.

Na Área do Euro, a atividade desacelerou no quarto trimestre de 2019 para 0,4% (taxa trimestral anualizada). Entretanto, houve estagnação ou contração no PIB nas principais economias do bloco (Alemanha, França e Itália). No primeiro trimestre, a pandemia combinou e intensificou a deterioração da produção industrial, em função da escassez de insumos, e dos serviços, notadamente em transportes e turismo. As expectativas para o bloco são de contração da atividade, com intensidade e duração ainda incertas e dependente do tempo necessário para o controle da pandemia, da persistência dos danos à atividade econômica e da capacidade de resposta de cada país com políticas de suporte.

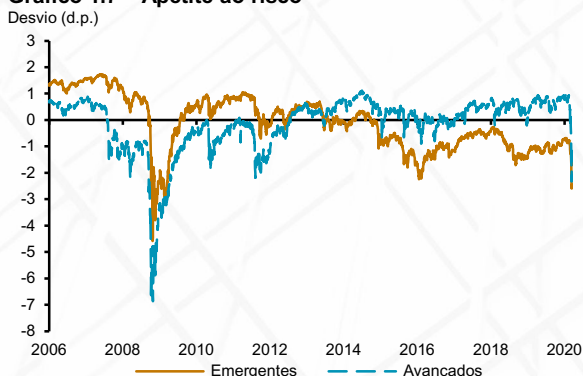
Gráfico 1.6 – Retorno anual, títulos soberanos 10 anos



No Japão, o PIB recuou 7,1% (taxa trimestral anualizada) no quarto trimestre de 2019, de acordo com dados referentes à segunda prévia, com retração de 10,6% no consumo e de 12,3% no investimento. O resultado refletiu, principalmente, os efeitos do efetivo aumento do imposto sobre consumo (*shohizei*) a partir de 1º de outubro de 2019. A atual pandemia ampliou as perspectivas negativas para o desempenho da demanda doméstica japonesa, indicando provável contração do PIB no primeiro trimestre e recessão técnica. O Banco do Japão (BoJ) tem implementado operações emergenciais de liquidez, como compra de títulos JGBs e ETFs e operações em dólares diferidas no tempo.

Na China, a economia cresceu 6,1% em 2019, a menor taxa em 27 anos, porém consistente com as metas de crescimento do governo. As perspectivas positivas de normalização das relações comerciais com os Estados Unidos e de dissipação do choque de proteínas foram rapidamente dominadas pela severidade dos efeitos do coronavírus sobre o ritmo da atividade chinesa. Os efeitos diretos e indiretos sobre a manufatura, construção e serviços reduziram significativamente as expectativas de crescimento econômico para 2020. O surto da doença fragilizou as condições de liquidez e de solvência do setor privado, particularmente de pequenas e médias empresas, tornando mais complexa a continuidade do processo de desalavancagem financeira. Os riscos associados a um cenário de desaceleração mais pronunciada na China aumentaram, mesmo com as diversas medidas sanitárias e de política econômica anunciadas. A China foi o primeiro país a passar pelo surto de COVID-19 e pode oferecer indicações sobre o processo de normalização da rotina econômica.

Gráfico 1.7 – Apetite ao risco



Em síntese, o cenário externo mostra-se complexo para todos os países do mundo, com elevada incerteza, sendo prioridade dos governos o controle da atual pandemia e o uso de medidas de mitigação dos impactos à saúde das populações e à atividade econômica. Políticas econômicas diversas de atuação ampla e direcionada têm sido anunciadas diariamente para dar suporte imediato às economias, mitigar os efeitos contracionistas do choque e afetar positivamente as expectativas para um processo de recuperação consistente e rápido. Para os países emergentes, o contexto mostra-se ainda mais desafiador, enfrentando condições adversas de apetite ao risco, volatilidade elevada nos preços de ativos e incertezas ampliadas no balanço de riscos para a inflação e a atividade. A atuação sincronizada dos bancos centrais no ajuste de suas políticas monetárias e na provisão de liquidez busca oferecer condições financeiras mais favoráveis para o enfrentamento da crise global.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica e mercado de trabalho

A economia mundial, incluindo a brasileira, passa por momento de elevado grau de incerteza decorrente da pandemia de coronavírus. O conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom dos dias 17 e 18 de março de 2020 evidenciaram mudanças rápidas e expressivas da conjuntura econômica.

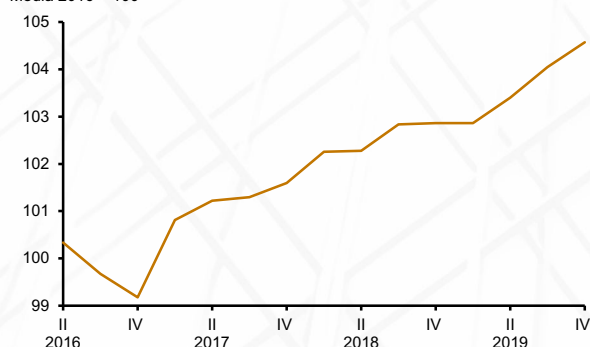
Os cenários de projeção de crescimento da economia do país, delineados por diversos analistas, mudaram com maior frequência nas últimas semanas, refletindo, sobretudo, as hipóteses de agravamento e duração do surto, bem como o processo traçado para a posterior recuperação.⁵

Os indicadores de frequência mensal divulgados desde a última publicação do Relatório de Inflação não foram ainda impactados pelos efeitos da pandemia de coronavírus na economia brasileira e sugerem que o processo de recuperação gradual da atividade prosseguiu no início do ano. Contudo, observa-se certa dicotomia entre a evolução do mercado de trabalho, que seguiu apresentando resultados consistentes, e o crescimento da produção

5/ Ver box "Efeitos econômicos da pandemia de COVID-19", neste Relatório.

Gráfico 1.8 – PIB^{1/}

Média 2016 = 100



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Var %					
	2018		2019			
	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri
PIB a preços de mercado	0,5	0,0	0,0	0,5	0,6	0,5
Agropecuária	1,1	0,7	-1,2	0,8	1,4	-0,4
Indústria	0,1	-0,3	-0,3	0,8	0,8	0,2
Serviços	0,6	0,0	0,3	0,3	0,5	0,6
Consumo das famílias	0,7	0,3	0,6	0,2	0,7	0,5
Consumo do governo	0,3	-1,3	0,6	-0,3	-0,4	0,4
FBCF	4,2	-0,6	-0,8	2,6	1,3	-3,3
Exportação	6,5	1,9	-4,5	-1,8	-2,1	2,6
Importação	8,6	-4,9	1,2	0,4	1,7	-3,2

Fonte: IBGE

de bens e serviços, que apresentou resultados menos robustos.

De acordo com dados das Contas Nacionais, o PIB cresceu 0,5% no quarto trimestre de 2019 em relação ao trimestre anterior (dados com ajuste sazonal), quando crescera 0,6% na mesma base de comparação. Sob a ótica da oferta, esse resultado refletiu avanços nos setores da indústria (0,2%) e de serviços (0,6%) e recuo na agropecuária (0,4%). No setor industrial, o segmento extrativo cresceu 0,9%, apesar da interrupção na produção de minério de ferro em importante mina em dezembro, enquanto a indústria de transformação apresentou alta de 0,3%. Em sentido oposto, a construção recuou 2,5%, após crescimentos de 2,4% e 1,6% nos últimos dois trimestres.

Do lado da demanda, o consumo das famílias expandiu 0,5%, atingindo onze trimestres de alta ao longo dos três últimos anos. A formação bruta de capital fixo (FBCF) recuou 3,3%, devolvendo parte do crescimento de 3,9% acumulado nos dois trimestres anteriores. O consumo do governo teve alta de 0,4% no período, após recuo de mesma magnitude no trimestre anterior. No âmbito do comércio exterior, as exportações recuperaram-se após três trimestres de retração, enquanto as importações, em comportamento distinto, recuaram depois de três períodos de crescimento.

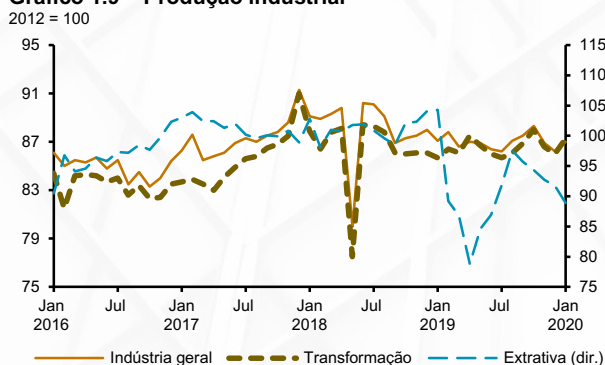
Com o resultado do quarto trimestre, o PIB acumulou alta de 1,1% em 2019, ante elevações consecutivas de 1,3% em 2017 e 2018. Destacou-se o crescimento do setor de serviços, de 1,3%, que exerceu a maior contribuição para a expansão do produto no período. A agropecuária cresceu 1,3% no ano, enquanto a indústria avançou 0,5%, com relativa estabilidade na transformação (+0,1%). Destaque-se o desempenho negativo da indústria extrativa (1,1%), influenciado pelos desdobramentos do rompimento da barragem de mineração em Brumadinho, ocorrido no início do ano. Ainda no setor secundário, o setor de construção teve expansão de 1,6%, após cinco anos de quedas consecutivas, período em que acumulou retração de 30,0%.

Considerando os componentes da demanda, destacaram-se no ano os crescimentos do consumo das famílias (1,8%) e da formação bruta de capital fixo (2,2%). Por outro lado, houve contração de 0,4% no consumo do governo, em cenário de restrição fiscal. As transações externas contribuíram negativamente

para o desempenho do PIB (-0,5p.p.), como reflexo de variações de -2,5% e 1,1% das exportações e importações, respectivamente. O consumo das famílias, que exerceu a principal contribuição para a continuidade da recuperação da atividade econômica, foi impulsionado, entre outros fatores, pelo aumento da massa salarial e pela expansão do crédito às pessoas físicas, sobretudo no segmento de crédito livre, em cenário de redução das taxas de juros.

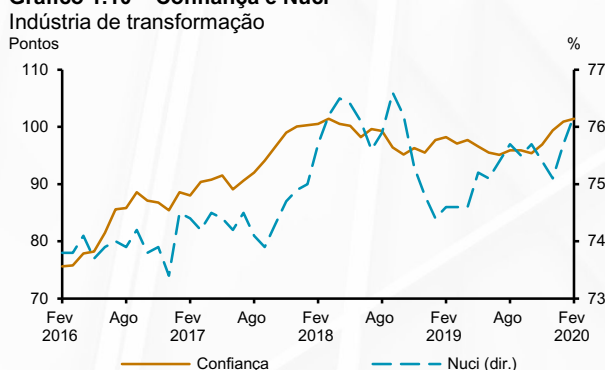
A projeção para o crescimento do PIB em 2020 passou de 2,2% para 0,0% desde o último RI.⁶ Essa redução reflete a desaceleração de indicadores do nível de atividade econômica no final de 2019 e início de 2020 e, principalmente, os desdobramentos da pandemia de COVID-19, avaliados ainda com elevado grau de incerteza.

Gráfico 1.9 – Produção industrial^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.10 – Confiança e Nuci^{1/}



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Dados setoriais que avançam aos primeiros meses deste ano indicam relativo arrefecimento da atividade. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção da indústria geral recuou 1,1% no trimestre finalizado em janeiro, relativamente aos três meses encerrados em outubro, quando registrara crescimento de 1,3%. A indústria extrativa recuou 5,0%, impactada pela paralisação de importante mina de minério de ferro, enquanto a de transformação retraiu-se 0,4%, com redução em treze dos seus 25 ramos. Todas as categorias de uso apresentaram desempenho negativo no trimestre: bens intermediários (1,0%), bens de capital (5,8%), bens de consumo duráveis (2,6%), semi e não duráveis (0,8%).

O nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) da indústria de transformação mostrou tendência de crescimento ao longo de 2019, mas ainda se situa abaixo do patamar registrado em meados de 2018. No trimestre encerrado em fevereiro de 2020, o Nuci avançou 0,1 ponto relativamente ao trimestre finalizado em novembro, atingindo média de 75,7%, segundo dados dessazonalizados da Sondagem da Indústria da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Esse resultado refletiu melhora do Nuci nas indústrias de bens de consumo duráveis (1,8 ponto), semi e não duráveis (1,3 ponto) e bens de capital (0,6 ponto), parcialmente compensada por recuo em bens intermediários (0,6 ponto).

Indicadores qualitativos de sentimento dos empresários industriais mostraram evolução benigna

6/ Ver boxe “Revisão da projeção do PIB para 2020”, neste relatório.

Gráfico 1.11 – Anfavea e ABCR¹¹

2016 = 100

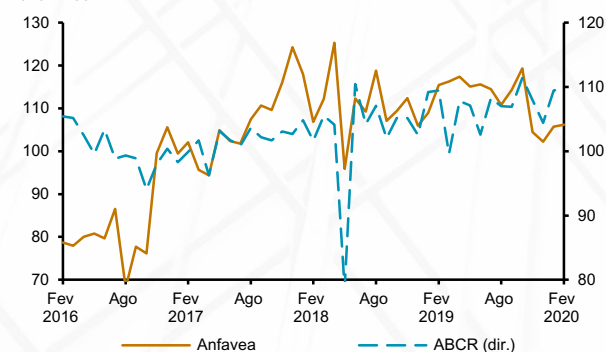


Gráfico 1.12 – Índice de volume de serviços¹¹

Média 2014 = 100



Gráfico 1.13 – Índice de volume de vendas¹¹

Média 2014 = 100



até fevereiro. O Índice de Confiança da Indústria⁷ (ICI) atingiu 100,6 pontos na média do trimestre encerrado em fevereiro, segundo dados dessazonalizados da FGV, 4,5 pontos acima do patamar do trimestre encerrado em novembro. Esse aumento refletiu o avanço disseminado nas categorias de uso: bens de capital (1,6 ponto); bens intermediários (6,3 pontos); bens de consumo semi e não duráveis (4,9 pontos) e em bens de consumo duráveis (2,0 pontos).

Indicadores mais recentes da atividade industrial, contudo, sinalizam retomada da atividade fabril em fevereiro. Segundo dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de veículos avançou 0,4% no mês (dados dessazonalizados). No mesmo sentido, o fluxo de veículos pesados em estradas com pedágio, medido pela Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias (ABCR), aumentou 0,8% na mesma base de comparação.

O volume de serviços mostrou expansão de 1,4% no quarto trimestre de 2019, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. Estimativa⁸ para o trimestre encerrado em janeiro de 2020, em relação ao encerrado em outubro, aponta crescimento do indicador no período, completando sequência de sete meses consecutivos de resultados positivos nessa base de comparação. A expansão projetada deve ser liderada pelo crescimento nos segmentos de serviços de informação e comunicação e de outros serviços.

O Índice de Confiança de Serviços (ICS)⁹ aumentou 1,1 ponto no trimestre finalizado em fevereiro, em relação ao terminado em novembro, de acordo com dados dessazonalizados da FGV, reflexo da combinação dos crescimentos de 0,2 ponto no componente de situação atual e de 1,8 no componente de expectativas.

As vendas do comércio ampliado cresceram 0,7% e as do comércio restrito¹⁰, 1,2%, no último trimestre de 2019, segundo dados com ajuste sazonal da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE. As projeções¹¹ para o trimestre encerrado em janeiro de 2020, em relação ao encerrado em outubro, indicam pequena

7/ Valores acima de 100 pontos indicam sentimento de otimismo. A pesquisa foi realizada entre os dias 3 e 21 de fevereiro.

8/ A divulgação da PMS, referente ao mês de janeiro, ocorreu após a data de corte deste Relatório. Portanto, utilizou-se projeção para o resultado do mês, com base em indicadores coincidentes.

9/ A pesquisa de fevereiro foi realizada entre os dias 3 e 20 do mês.

10/ Conceito que exclui do comércio ampliado os segmentos veículos e motos, partes e peças, e material de construção.

11/ A divulgação da PMC, referente ao mês de janeiro, ocorreu após a data de corte deste Relatório. Portanto, utilizou-se projeção para o resultado do mês, com base em indicadores coincidentes.

retração nas vendas do comércio ampliado, enquanto as vendas do comércio restrito devem continuar em expansão.

Gráfico 1.14 – Vendas de veículos^{1/}

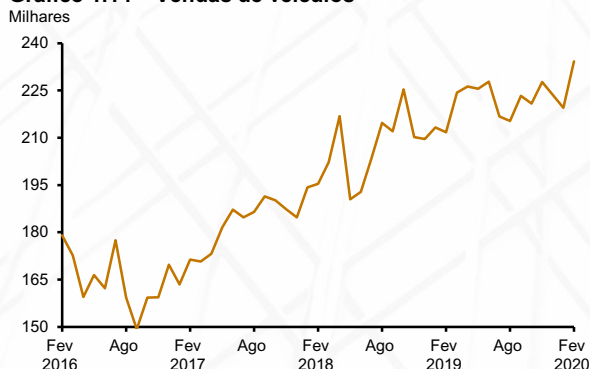


Gráfico 1.15 – Índices de confiança^{1/}

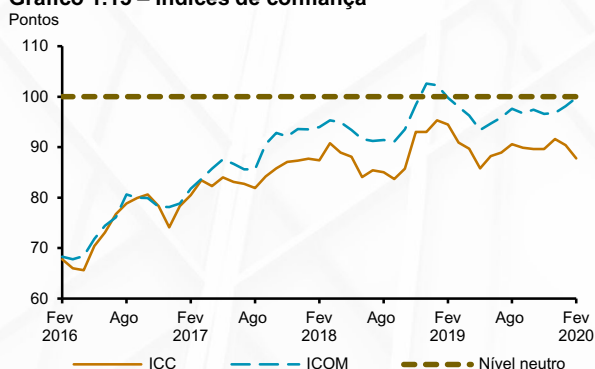


Gráfico 1.16 – Indicadores de FBCF^{1/}



Indicadores mais tempestivos do comércio varejista sugerem menor dinamismo nos primeiros meses de 2020. As vendas dos supermercados, segmento de peso relevante na PMC, mostraram recuo de 0,6% no trimestre finalizado em janeiro, após seis resultados positivos nessa base de comparação, segundo dados dessazonalizados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). O índice Serasa Experian de Atividade do Comércio recuou 1,2% no trimestre encerrado em fevereiro. Já as vendas de automóveis e veículos comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), cresceram 1,0% no mesmo período, ritmo de crescimento similar ao observado no trimestre encerrado em novembro (1,6%). O índice Cielo de Varejo Ampliado (ICVA) retraiu 0,2% no trimestre encerrado em fevereiro, após ter crescido 1,7% no encerrado em novembro. Indicadores preliminares da primeira quinzena de março do ICVA mostram sinais mais evidentes de efeitos da atual pandemia, com redução acentuada no faturamento em setores como recreação e lazer, estética e cabelereiros, entre outros¹².

Os indicadores de confiança do consumidor e do comércio, ambos calculados pela FGV, mostraram maior otimismo nos primeiros meses do ano, porém com percepções distintas entre o momento atual e perspectivas para o setor. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC)¹³ avançou 0,2 ponto no trimestre finalizado em fevereiro em relação ao trimestre encerrado em novembro, resultado da combinação de elevação de 1,9 pontos no componente de situação atual e da retração de 1,0 ponto no componente de expectativas. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM)¹⁴, por sua vez, cresceu 1,3 ponto no mesmo período, influenciado pela melhora de 2,7 pontos no indicador de expectativas, enquanto o indicador referente à situação atual recuou 0,2 ponto.

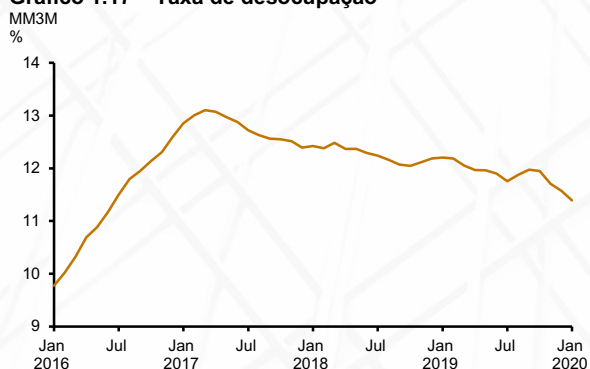
Em relação ao investimento, indicadores sugerem desaceleração nos últimos meses do ano passado e início do ano corrente. A produção de bens de capital decresceu 5,8% no trimestre encerrado em janeiro, relativamente ao encerrado em outubro, quando recuara 0,7%. Considerados os mesmos

12/ Ver boxe "Efeitos econômicos da pandemia de COVID-19", neste Relatório.

13/ A pesquisa foi realizada entre os dias 31 de janeiro e 18 de fevereiro.

14/ A pesquisa foi realizada entre os dias 3 e 19 de fevereiro.

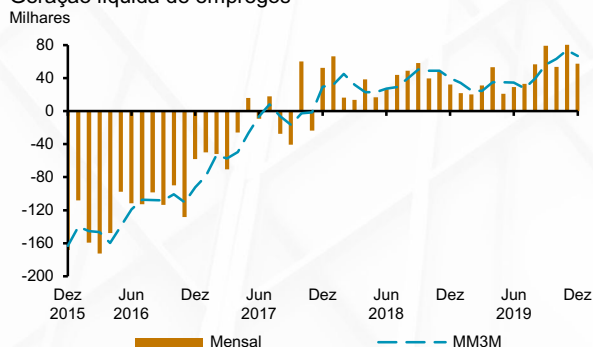
Gráfico 1.17 – Taxa de desocupação^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

Gráfico 1.18 – Emprego formal^{1/}

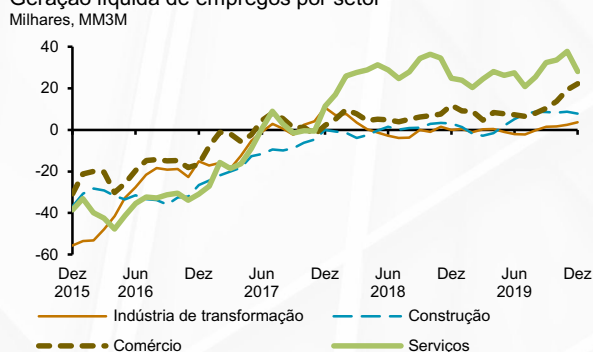
Geração líquida de empregos



Fonte: Secretaria de Trabalho/ME
1/ Dados dessazonalizados.

Gráfico 1.19 – Emprego formal^{1/}

Geração líquida de empregos por setor



Fonte: Secretaria de Trabalho/ME
1/ Dados dessazonalizados.

períodos, houve estabilidade e crescimento de 0,3% na produção de insumos típicos da construção civil.

A despeito do arrefecimento da atividade sugerido por indicadores setoriais para os últimos meses, dados do mercado de trabalho seguem evoluindo favoravelmente. A taxa de desocupação, divulgada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE, recuou para 11,2% no trimestre encerrado em janeiro, patamar 0,8 p.p. abaixo do observado no mesmo período do ano anterior. Na margem, considerando-se a série com ajuste sazonal, a taxa de desocupação registrou 11,4%, patamar 0,5 p.p. menor que o do trimestre finalizado em outubro, resultado decorrente do crescimento de 0,5% da população ocupada e do recuo de 0,2% da força de trabalho. Ainda de acordo com os dados dessazonalizados da PNAD Contínua, o maior dinamismo da ocupação entre outubro e janeiro se deveu principalmente ao desempenho da ocupação no setor privado com carteira, que apresentou alta de 1,4% no período, sugerindo recuperação mais consistente do mercado de trabalho.

As estatísticas do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados¹⁵ (Caged), do Ministério da Economia, mostram elevação no ritmo de criação de vagas no mercado formal de trabalho. Em 2019 foram geradas 559,6 mil vagas, ante 421,1 mil no ano anterior, com destaque para a geração de postos de trabalho nos setores de serviços (337,0 mil), comércio (134,6 mil) e construção (60,6 mil). O índice de emprego formal cresceu 1,2% em 2019, após alta de 0,6% em 2018. Para janeiro de 2020¹⁶, estima-se geração líquida de postos de trabalho significativamente superior à observada em igual mês de 2019.

De acordo com dados dessazonalizados da PNAD Contínua, o rendimento médio real do trabalho¹⁷ recuou 0,1% no trimestre finalizado em janeiro, influenciado, em parte, pela elevação da inflação no final do ano passado. No entanto, a massa salarial real – importante vetor de sustentação do crescimento do consumo das famílias – aumentou 0,5%, favorecida pela expansão de 0,6% da população ocupada com rendimento.

15/ Dados sem ajustes para contemplar declarações fora do prazo.

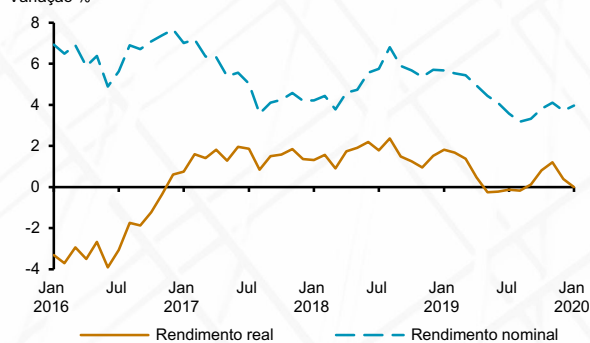
16/ A divulgação do Caged, referente ao mês de janeiro, ocorreu após a data de corte deste Relatório. Portanto, utilizou-se projeção para o resultado do mês.

17/ Rendimento médio real de todos os trabalhos.

Gráfico 1.20 – Rendimento do trabalho

Trimestre/Trimestre do ano anterior

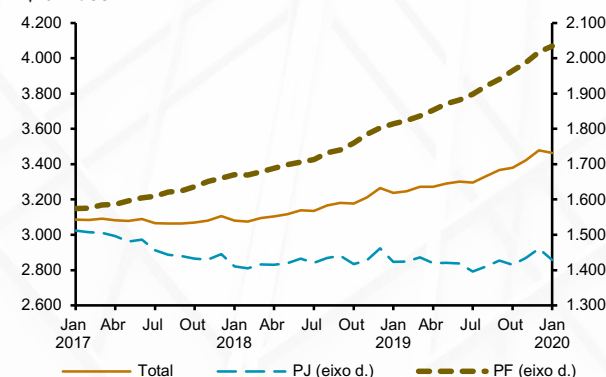
Variação %



Fonte: IBGE

Gráfico 1.21 – Saldo das operações de crédito

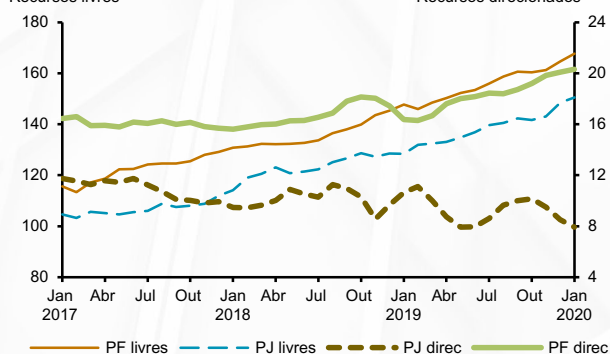
R\$ bilhões

**Gráfico 1.22 – Concessões dessazonalizadas**

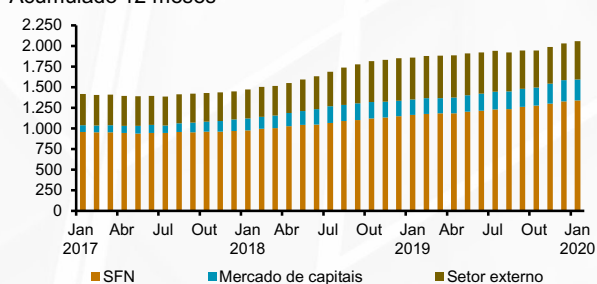
MM3M – R\$ bilhões

Recursos livres

Recursos direcionados

**Gráfico 1.23 – Crédito ampliado – captações PJ (R\$ bilhões) 1/**

Acumulado 12 meses



Fontes: Anbima e BCB

1/ SFN – exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.

Mercado de capitais – considera debêntures, notas promissórias e ações.

S. externo – inclui emprést./títulos de empresas não financ. e op. interca.

Indicadores coletados até a véspera da reunião do Copom evidenciavam certo arrefecimento no ritmo da atividade econômica no final de 2019 e início de 2020, porém sem interrupção do processo de recuperação gradual da economia. Contudo, as primeiras evidências dos impactos do surto de coronavírus indicam recuo mais expressivo da atividade em março e tendência de continuidade do movimento de retração no segundo trimestre.

Crédito

O mercado de crédito cresceu no trimestre encerrado em janeiro de 2020 em ritmo superior ao observado no mesmo período de 2019. O maior dinamismo reflete sobretudo a ampliação de compras com cartão de crédito à vista, no caso das famílias, e de recebíveis de cartão de crédito e capital de giro entre as empresas. Destaca-se, adicionalmente, a redução dos juros no cheque especial, com a entrada em vigor do limite máximo para a taxa de juros das operações dessa modalidade contratadas por pessoas físicas.

O saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) cresceu 2,5% no trimestre encerrado em janeiro, impulsionado pela carteira de crédito livre, que aumentou 4,4% no período, enquanto os financiamentos com recursos direcionados mostraram estabilidade. O estoque de empréstimos a pessoas físicas com recursos livres aumentou 4,6%, alavancado pelas operações de cartão de crédito à vista, crédito consignado e financiamento de veículos, enquanto os empréstimos às empresas com recursos livres variaram 4,1%, com destaque para capital de giro, antecipações de vendas de cartão e financiamento de veículos. No segmento direcionado, destaca-se a evolução distinta nos empréstimos, com crescimento nos saldos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), financiamentos imobiliários e crédito rural para as pessoas físicas e redução significativa para as pessoas jurídicas.

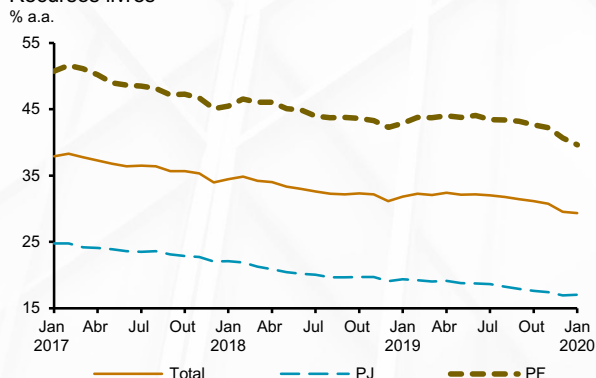
No conceito de crédito ampliado ao setor não financeiro houve aumento de 3,4% no trimestre encerrado em janeiro, totalizando saldo de R\$10,3 trilhões (141,5% do PIB) em janeiro de 2020, sendo 44% do saldo relativos ao governo geral. O crescimento trimestral refletiu variações de 2,8% no endividamento do governo geral e de 3,8% no do setor privado não financeiro. O estoque de títulos

privados emitidos por empresas no mercado de capitais doméstico cresceu 4,2% de outubro de 2019 a janeiro de 2020, enquanto a dívida externa das empresas no exterior aumentou 7,0%, impactada, especialmente, pela variação na cotação do dólar nesse período (6,6%).

As concessões de crédito dessazonalizadas aumentaram 3,6% no trimestre encerrado em janeiro, após terem avançado 2,0% no trimestre anterior, mantendo a tendência de expansão dos empréstimos no SFN iniciada no segundo trimestre de 2017. No segmento de pessoas físicas, destaca-se, além do dinamismo observado nas linhas de crédito livre (que registraram crescimento de 4,6% no período), o avanço de 8,2% nos financiamentos imobiliários. Considerando o financiamento obtido por outras fontes nos doze meses encerrados em janeiro, nota-se aumento de 34,9% no fluxo captado pelas empresas no mercado de capitais doméstico, a despeito da redução no volume em dólares captado no mercado externo (14,6%).

Gráfico 1.24 – Indicador de Custo de Crédito (ICC)

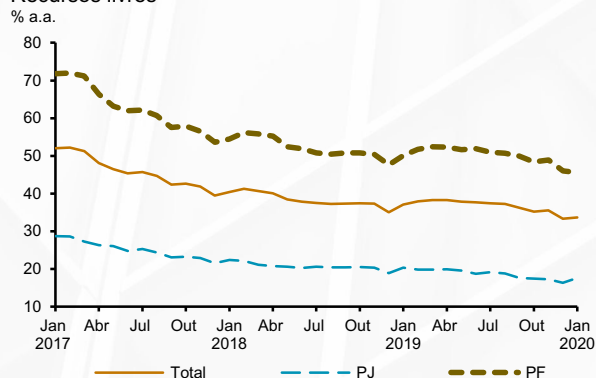
Recursos livres



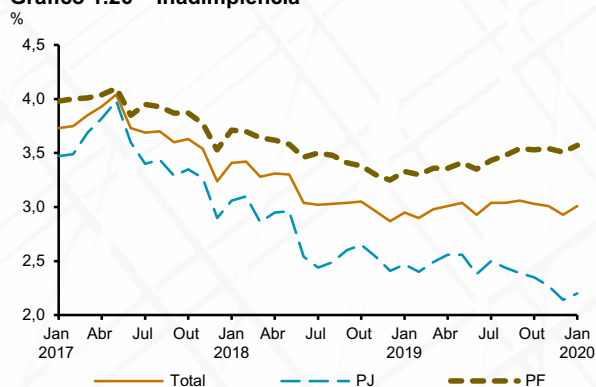
No trimestre encerrado em janeiro, o Indicador de Custo do Crédito (ICC) das operações de crédito livre recuou 3,0 p.p. e 0,6 p.p. nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas, respectivamente, resultando em decréscimo de 1,8 p.p. para a carteira agregada de crédito livre; o ICC das operações com recursos direcionados recuou 0,1 p.p. no período. O ICC dos financiamentos às empresas com recursos livres atingiu 17,0% a.a. em janeiro, 0,1 p.p. acima da mínima histórica observada em dezembro de 2019. Considerando toda a carteira de empréstimos do SFN, observa-se uma redução de 0,8 p.p. em janeiro no ICC dessas operações, alcançando 20,2% a.a.

Gráfico 1.25 – Taxas de juros

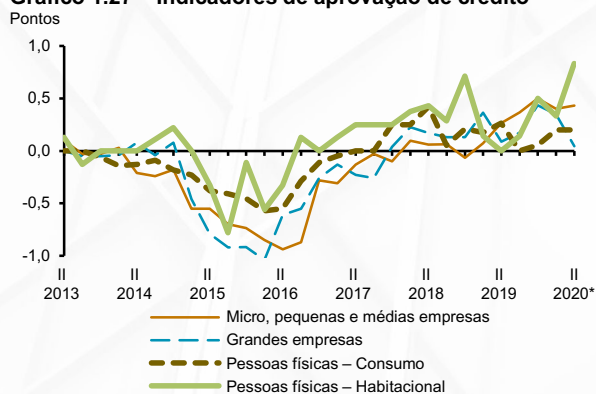
Recursos livres



A taxa média de juros das novas operações do crédito livre do SFN recuou 1,6 p.p. no trimestre encerrado em janeiro, influenciada, especialmente, pela evolução do custo das operações no segmento de pessoas físicas, que recuou 2,8 p.p. no período. O principal destaque foi a modalidade de cheque especial, dada a entrada em vigor da taxa máxima de 8% a.m. em janeiro, imposta pela Resolução nº 4.765, de 27 de novembro de 2019, que fez com que a taxa média dessas operações recuasse de 254,6% a.a., em outubro de 2019, para 165,6% a.a. em janeiro de 2020. No segmento de pessoas jurídicas, a taxa média de juros aumentou 0,2 p.p., refletindo o padrão sazonal observado nos meses de janeiro.

Gráfico 1.26 – Inadimplência^{1/}

1/ Atrasos acima de 90 dias.

Gráfico 1.27 – Indicadores de aprovação de crédito

* Correspondem às expectativas dos respondentes para esse trimestre.

A taxa de inadimplência (operações com atrasos superiores a 90 dias) manteve-se estável no trimestre finalizado em janeiro, situando-se em 3,0%. Houve redução de 0,2 p.p. na inadimplência dos empréstimos às empresas, cujos efeitos sobre a inadimplência geral do SFN foram neutralizados pelo aumento na participação dos financiamentos a pessoas físicas, que possuem inadimplência superior à das operações com pessoas jurídicas (3,6% versus 2,2%).

Dados preliminares de fevereiro indicam que o crescimento trimestral da carteira de crédito do SFN segue em ritmo superior ao registrado no mesmo período do ano anterior, tendo atingido variação de 2,0%, ante 1,1% em 2019. Os empréstimos do segmento de crédito livre aumentaram 3,6%, tanto entre famílias como entre empresas; enquanto os financiamentos com recursos direcionados diminuíram 0,2%, com o crescimento no crédito às famílias sendo mais do que compensado pela queda nos financiamentos às empresas. Apenas as operações de crédito direcionado a pessoas jurídicas mostraram um desempenho inferior ao registrado no trimestre encerrado em fevereiro de 2019.

A evolução recente do mercado de crédito e os impactos da pandemia de coronavírus sobre o mercado financeiro e o crescimento da economia, ainda que bastante incertos, ensejaram revisão da expansão do saldo de crédito em 2020, de 8,1% no Relatório de Inflação anterior para 4,8%.¹⁸

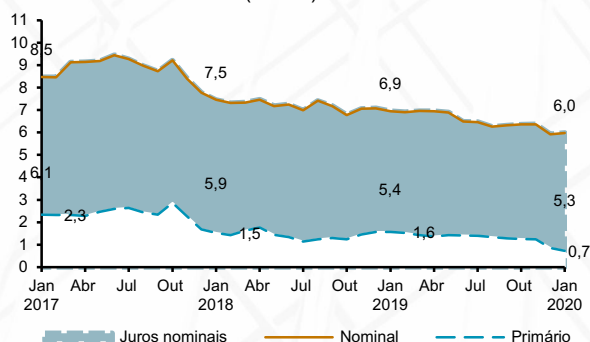
Dados da última Pesquisa Trimestral sobre Condições de Crédito (PTC)¹⁹, realizada entre 2 e 10 de março de 2020 junto a instituições financeiras, indicam continuidade da expansão do crédito, conforme evidenciado pelo indicador da taxa de aprovação das novas linhas de crédito (Gráfico 1.27). No segmento de crédito habitacional para pessoas físicas, consolidou-se a expansão da taxa de aprovação de crédito, com perspectivas de aceleração no segundo trimestre de 2020. Por outro lado, a percepção das instituições é de estabilidade na aprovação de concessões de crédito para o segmento de grandes empresas. Adicionalmente, os indicadores sugerem tendência de expansão do crédito destinado ao consumo para pessoas físicas e, de forma mais intensa, para o segmento de micro, pequenas e médias empresas.

18/ Para detalhamento da projeção ver box "Projeção para a evolução do crédito em 2020", neste Relatório.

19/ Os dados apresentados neste Relatório referem-se à avaliação das instituições sobre a porcentagem de aprovação de novos empréstimos. Os indicadores apresentados correspondem a uma média das respostas de cada entrevistado, variando entre -2 (aprovação consideravelmente inferior) a +2 (aprovação consideravelmente superior). Para mais detalhes da metodologia da PTC, ver Annibal, Clodoaldo e Koyama, Sérgio (2011), "Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil", BCB, Trabalho para Discussão nº 245.

Gráfico 1.28 – Necessidades de Financiamento do Setor Público

Acumulado em 12 meses (% PIB)



Fiscal

O setor público consolidado, excluindo estatais financeiras e empresas dos grupos Petrobras e Eletrobras, apresentou *deficit* primário de R\$61,9 bilhões em 2019, ante R\$108,3 bilhões em 2018. O resultado do ano revelou-se melhor que o estabelecido como meta oficial – *deficit* de R\$132,0 bilhões. O governo central registou resultado negativo de R\$88,9 bilhões, enquanto os governos regionais e as empresas estatais contribuíram com *superavits* de R\$15,2 bilhões e R\$11,8 bilhões, respectivamente. Registre-se que o governo federal foi superavitário em R\$124,9 bilhões, valor inferior ao *deficit* previdenciário (Instituto Nacional do Seguro Social – INSS) de R\$213,2 bilhões.

O resultado nominal do setor público, que abrange a apropriação de juros por competência, foi deficitário em R\$429,2 bilhões em 2019 (R\$487,4 bilhões em 2018). Colaborou para essa redução, a queda na taxa de juros implícita da dívida líquida – de 11,5% em 2018 para 10,0% em 2019 –, em linha com o processo de flexibilização monetária no período e de redução dos subsídios implícitos em ativos da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Os juros incorporados à dívida em 2019 alcançaram R\$367,3 bilhões (5,1% do PIB), ante R\$379,2 bilhões (5,5% do PIB) em 2018.

No âmbito das regras do Novo Regime Fiscal, instituído pela Emenda Constitucional nº 95 (“Teto dos Gastos Públicos”), as despesas primárias submetidas ao limite totalizaram R\$1.373,3 bilhões em 2019, montante inferior ao teto estabelecido de R\$1.407,2 bilhões. Por sua vez, as despesas de capital somaram R\$871,7 bilhões, abaixo das receitas de operações de crédito em R\$185,3 bilhões. O art. 167, inciso III, da Constituição Federal (“Regra de Ouro”) foi cumprido, no entanto, em razão da “ressalva constitucional” que permite exceder o volume de operações de crédito em relação às despesas de capital até o montante de créditos suplementares com finalidade precisa aprovados pelo Poder Legislativo. Tal aprovação se deu com a Lei nº 13.843, de 17 de junho de 2019.

Em janeiro de 2020, o resultado primário do setor público consolidado foi superavitário em R\$56,3 bilhões, superando em R\$9,4 bilhões o montante observado em janeiro de 2019. O governo central apresentou *superavit* primário de R\$45,5 bilhões, para o qual o governo federal contribuiu com R\$61,1 bilhões, superando o resultado negativo de R\$15,4

Tabela 1.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário
Acumulado em 12 meses

Segmento	R\$ bilhões		
	2018	2019	Jan/2020
Governo Central	116,2	88,9	79,0
d/q Governo Federal	-79,7	-124,9	-136,6
d/q INSS	195,2	213,2	214,8
Governos regionais	-3,5	-15,2	-14,6
Empresas estatais	-4,4	-11,8	-12,0
Total	108,3	61,9	52,5

bilhões do INSS. No consolidado dos governos regionais, o resultado foi superavitário em R\$10,1 bilhões, com uma redução comparativamente ao mesmo mês do ano anterior (R\$10,8 bilhões). Por fim, as estatais totalizaram *superavit* primário de R\$0,7 bilhão.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) encerrou janeiro de 2020 em 76,1% do PIB, acréscimo de 0,3 p.p. ao observado em dezembro de 2019, e com redução de 0,4 p.p. do PIB frente a dezembro de 2018. Confrontando os anos de 2018 e 2019, contribuíram para a redução da DBGG (como proporção do PIB), os resgates líquidos de dívida (-2,7 p.p.) e o efeito de crescimento do PIB nominal (-3,8 p.p.), parcialmente compensados pelos juros nominais apropriados (+5,6 p.p.) e pelos ajustes cambiais sobre a dívida (+0,2 p.p.). A DLSP encerrou 2019 em 55,7% do PIB, ante 53,6% no fim de 2018, atingindo 54,2% em janeiro de 2020. A trajetória verificada em 2019 refletiu elevações de 2,3 p.p. do PIB na dívida do governo central e reduções em igual magnitude, de 0,1 p.p. do PIB, na dívida dos governos regionais e das empresas estatais.

A continuidade na melhora das condições da dívida pública está condicionada pelo avanço de reformas e de ajustes estruturais no âmbito da política fiscal.

Demanda externa e Balanço de pagamentos

Apesar do aumento do *deficit* em conta corrente, as condições de financiamento das contas externas do país permanecem relativamente confortáveis, com os ingressos de investimento direto continuando a superar amplamente o saldo negativo do setor externo na análise em doze meses.

Em janeiro, as transações correntes registraram ampliação do *deficit* com relação ao mesmo mês de 2019 (US\$11,9 bilhões ante US\$9,0). O aumento refletiu, principalmente, o saldo negativo observado na balança comercial, o que não ocorria desde fevereiro de 2015.

No acumulado em doze meses até janeiro, o resultado negativo em transações correntes atingiu US\$52,3 bilhões e situou-se em 2,8% do PIB, ante 2,3% do PIB

Tabela 1.3 – Balanço de Pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões		
	2019	2020	
	Jan	Ano	Jan
Transações correntes	-9,0	-49,5	-11,9
Balança comercial	1,1	40,8	-2,6
Exportações	18,0	225,8	14,5
Importações	17,0	185,0	17,1
Serviços	-2,8	-35,1	-2,7
dos quais: viagens	-1,0	-11,7	-0,9
dos quais: transportes	-0,5	-5,9	-0,6
dos quais: aluguel de equip.	-0,9	-14,5	-1,3
Renda primária	-7,3	-56,1	-6,8
dos quais: juros	-4,6	-25,1	-4,0
dos quais: lucros e dividendos	-2,7	-31,1	-2,8
Renda secundária	0,0	1,0	0,1
Conta capital	0,0	0,4	0,1
Conta financeira	-9,1	-51,5	-12,0
Investimentos ativos ^{1/}	2,2	37,1	-1,2
Investimento direto no exterior	2,0	22,1	3,3
Investimento em carteira	1,6	11,2	1,1
Outros investimentos	-1,4	3,8	-5,6
dos quais: ativos de bancos	-0,7	0,2	-2,3
Investimentos passivos	11,7	64,2	12,1
IDP	5,8	78,6	5,6
Participação no capital	4,2	68,0	4,5
Operação intercompanhia	1,6	10,6	1,1
Ações totais ^{2/}	3,5	-2,7	-1,5
Títulos no país	3,1	-4,0	5,6
Emprést. e títulos LP ^{3/}	-2,0	-14,4	0,6
Crédito comercial e outros ^{4/}	1,3	6,7	1,8
Derivativos	-0,4	1,7	0,6
Ativos de reserva	0,8	-26,1	0,7
Erros e omissões	-0,1	-2,4	-0,2
Memo:			
Transações correntes/PIB (%)		-2,7	
IDP / PIB (%)		4,3	
Taxa de rolagem (%)	71,5	80,4	144,2

1/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

2/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

3/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

4/ Inclui empréstimos e títulos de curto prazo.

em janeiro de 2019. De acordo com boxe apresentado neste Relatório, estima-se que o *deficit* em conta corrente atingirá 2,5% do PIB em 2020²⁰.

O saldo comercial em janeiro, negativo em US\$2,6 bilhões, refletiu exportações de US\$14,5 bilhões e importações de US\$17,1 bilhões. No mesmo mês do ano anterior, houve *superavit* de US\$1,1 bilhão. A deterioração da balança comercial em janeiro de 2020 reflete, em especial, a retração no volume das exportações que vinha sendo observada desde os últimos meses de 2019.

A conta de serviços apresentou relativa estabilidade do *deficit* em janeiro. As despesas excederam as receitas em US\$2,7 bilhões (US\$2,8 bilhões em igual mês de 2019).

A conta de renda primária registrou *deficit* de US\$6,8 bilhões, ligeira redução (US\$0,5 bilhão) em relação a janeiro de 2019. No acumulado em doze meses, houve despesas líquidas de US\$55,6 bilhões (ante US\$59,6 bilhões em mesmo mês do ano anterior). Esse movimento refletiu o aumento de receita de lucros reinvestidos observado ao longo de 2019, em relação ao nível fraco de 2018.

No âmbito da conta financeira, o ingresso líquido de investimento direto no país totalizou US\$5,6 bilhões em janeiro, ante US\$5,8 bilhões em igual período do ano passado. Considerado o acumulado em doze meses, o IDP soma US\$78,3 bilhões (4,3% do PIB). Assim, embora a diferença entre os fluxos venha diminuindo, o IDP ainda segue financiando amplamente o *deficit* em transações correntes.

O investimento direto no exterior atingiu US\$3,3 bilhões no primeiro mês de 2020, ante US\$2,0 bilhões em período correspondente de 2019. Os investimentos estrangeiros em ações, fundos e títulos negociados no país registraram entradas líquidas de US\$4,0 bilhões (US\$6,6 bilhões em igual período do ano passado).

Quanto ao crédito externo de longo prazo, considerando operações de títulos e empréstimos diretos do setor privado no mercado internacional, os ingressos de US\$4,4 bilhões superaram as amortizações de US\$3,0 bilhões, resultando em taxa de rolagem de 144,2% para janeiro, ante 71,5% em janeiro passado.

20/ Para detalhamento da projeção do balanço de pagamentos, ver boxe "Projeções para o Balanço de Pagamentos de 2020", neste Relatório.

Tabela 1.4 – Balanço de Pagamentos

Discriminação	US\$ bilhões		
	2019	2020	
	Jan-Fev	Ano	Jan-Fev*
Transações correntes	-12,4	-49,5	-16,6
Balança comercial	3,7	40,8	-0,1
Exportações	33,8	225,8	30,9
Importações	30,1	185,0	31,0
Serviços	-5,2	-35,1	-6,3
Renda primária	-11,0	-56,1	-10,7
Renda secundária	0,0	1,0	0,4
Conta capital	0,0	0,4	0,1
Conta financeira	-13,2	-51,5	-15,9
Investim. ativos ^{1/}	6,9	37,1	-4,0
Investim. passivos	22,6	64,2	14,8
dos quais: IDP	13,5	78,6	10,1
Derivativos	-0,3	1,7	1,2
Ativos de reserva	2,8	-26,1	1,7
Erros e omissões	-0,8	-2,4	0,7

1/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

* Dados preliminares.

A estimativa do estoque de dívida externa atingiu US\$323,9 bilhões em janeiro, com recuo em relação ao total do endividamento registrado em setembro (US\$325,7 bilhões). Assim, a estimativa da relação entre o estoque de reservas internacionais e o vencimento residual da dívida externa de curto prazo atingiu 297,4% em janeiro (332,7% em setembro de 2019). O estoque de reservas internacionais, por sua vez, alcançou 19,6% do PIB em janeiro, montante equivalente a 23,3 meses de importação de bens.

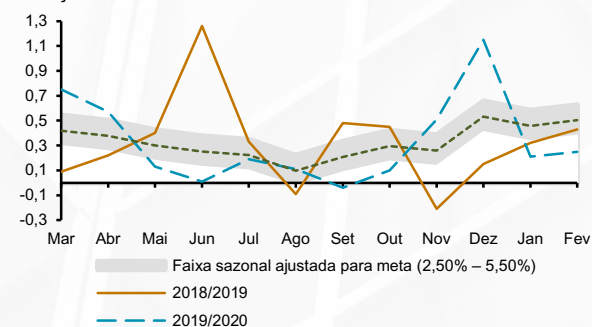
Considerando dados preliminares de fevereiro, o *deficit* em transações correntes no primeiro bimestre de 2020 alcançou US\$16,6 bilhões, aumento de US\$4,2 bilhões em relação ao primeiro bimestre de 2019, refletindo, especialmente, a menor demanda externa por produtos brasileiros. A balança comercial registrou *deficit* de US\$0,1 bilhão no bimestre, resultado US\$3,8 bilhões inferior ao registrado no mesmo período de 2019, reflexo de redução nas exportações e aumento nas importações. A conta de serviços apresentou aumento de US\$1,1 bilhão no *deficit*, no período, influenciado por maiores despesas líquidas de aluguel de equipamentos. A conta de renda primária registrou *deficit* de US\$10,7 bilhões, ligeiramente inferior ao observado em 2019. Por fim, os fluxos de investimentos diretos no país (IDP) registraram US\$10,1 bilhões no primeiro bimestre, redução de US\$3,4 bilhões em relação ao mesmo período de 2019.

1.3 Inflação e expectativas de mercado

O comportamento da inflação ao consumidor no trimestre encerrado em fevereiro repercutiu, sobretudo, o choque no preço de carnes, com impactos positivos mais expressivos em dezembro e retorno parcial dos efeitos nos dois meses seguintes. As diversas medidas de inflação subjacente aumentaram no trimestre, mas permanecem em níveis compatíveis com o cumprimento da meta de inflação no horizonte relevante para a política monetária.

As expectativas de mercado para a inflação em 2020 apresentaram recuo significativo desde as informações contidas no Relatório de Inflação anterior. Esse movimento esteve associado, inicialmente, ao choque no preço de carnes, cujo efeito se mostrou mais pronunciado em 2019, e mais

Gráfico 1.29 – IPCA – Padrão sazonal
Variação % mensal



Fontes: IBGE e BCB

recentemente aos impactos globais da COVID-19, em especial sobre os preços de *commodities*, e aos desdobramentos de negociações entre os principais exportadores de petróleo.

Índices de preços

Após avanços em dezembro e em janeiro com o maior otimismo com a economia global, especialmente em função do acordo comercial entre China e Estados Unidos, os preços internacionais das *commodities* recuaram significativamente em fevereiro, repercutindo as restrições impostas para a contenção da COVID-19. No trimestre encerrado em fevereiro o Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 3,25% quando medido em dólares, mas avançou 1,15% quando medido em reais, em função da depreciação cambial.²¹ Nas primeiras semanas de março, o agravamento da disseminação, refletido na classificação como pandemia pela Organização Mundial de Saúde (OMS) no dia 11 do mês, seguiu impactando os preços de *commodities*. O preço do petróleo foi particularmente afetado pelos eventos, em especial após a falha dos membros da Opep+ em chegarem a um acordo para sustentar os preços da *commodity*.

Nesse contexto, a inflação medida pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo – 10 (IPA-10) recuou para 2,12% nos três meses encerrados em março, ante 3,71% no trimestre anterior, acumulando elevação de 8,10% em doze meses (7,70% em dezembro). O movimento foi influenciado pelo arrefecimento da alta dos preços agropecuários, cuja variação passou de 9,12% no trimestre encerrado em dezembro para 4,64% em março, destacando-se os recuos em bovinos, soja e feijão. Em menor escala, os preços industriais também contribuíram para o recuo, variando 1,24% ante 1,92%, destacando-se a queda no preço de carnes e dos derivados de petróleo.

Os preços ao consumidor, medidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), apresentaram variação de 1,62% no trimestre encerrado em fevereiro, após alta de 0,57% no trimestre encerrado em novembro. Em doze meses, a inflação passou de 3,27% em novembro para 4,01% em fevereiro.

Gráfico 1.30 – IC-Br e seus componentes
Variação % em 3 meses

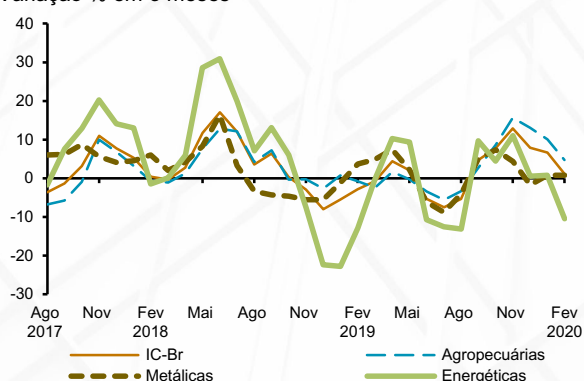
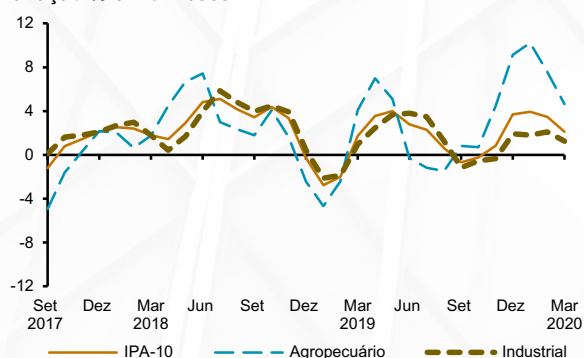
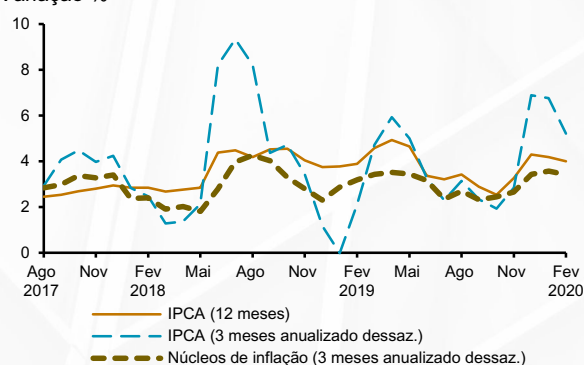


Gráfico 1.31 – Preços ao produtor – IPA-10
Variação % em 3 meses



Fonte: FGV

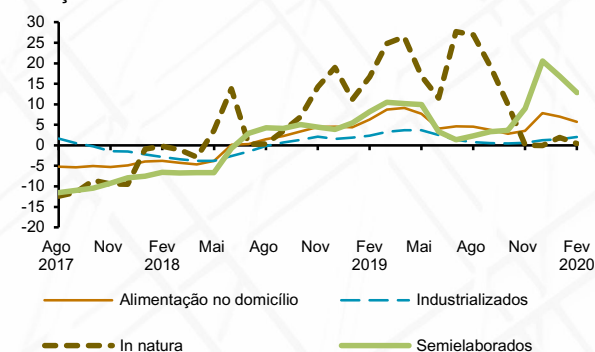
Gráfico 1.32 – Evolução do IPCA
Variação %



Fontes: IBGE e BCB

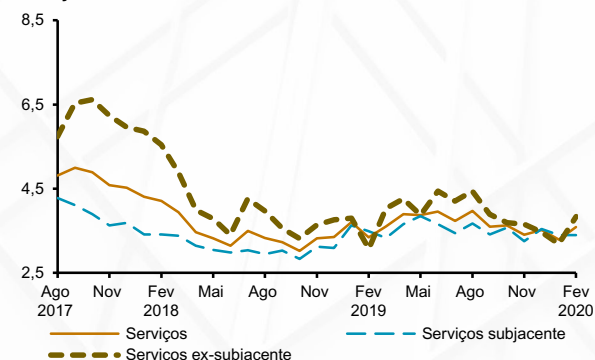
21/ As variações relativamente pequenas refletem o fato de que o IC-Br é calculado sob o conceito de média mensal. O movimento observado desde o início de fevereiro deixa para março um carregamento estatístico de queda que é significativo. Considerando dados até 13 de março, o carregamento estatístico para março é de -12,62% para o IC-Br em dólares e de -5,65% para o IC-Br em reais.

Gráfico 1.33 – IPCA – Alimentação no domicílio
Variação % em 12 meses



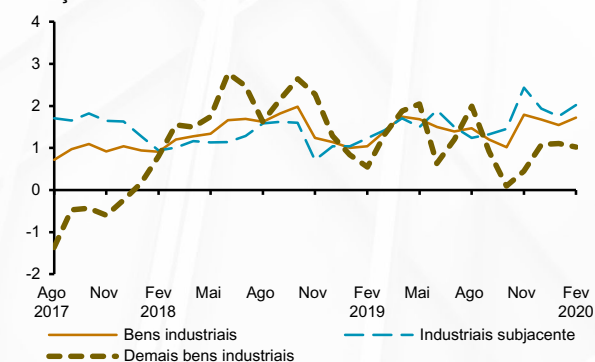
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.34 – IPCA – Serviços
Variação % em 12 meses



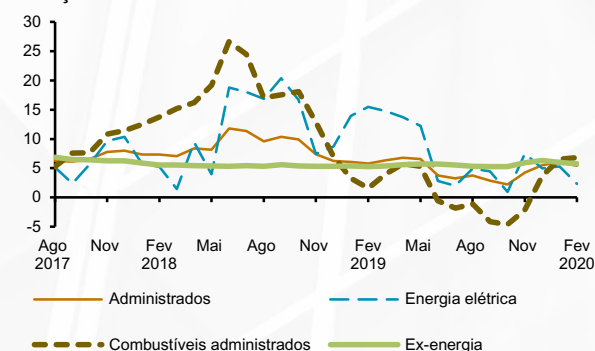
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.35 – IPCA – Bens industriais
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.36 – IPCA – Administrados
Variação % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

Os preços no segmento de alimentação no domicílio registraram alta de 4,96% nos três meses encerrados em fevereiro (ante variação de 0,27% no trimestre anterior), acima do seu padrão sazonal. A forte alta no trimestre é explicada pela elevação atípica dos preços de carnes em dezembro, que já apresentaram recuo tanto em janeiro quanto em fevereiro. O movimento de aceleração, contudo, refletiu principalmente o comportamento dos preços de *in natura*, sob influência do regime de chuvas. Em doze meses, a inflação de alimentos aumentou de 3,51% para 5,75%.

A inflação de serviços acelerou de 0,44% no trimestre encerrado em novembro para 1,71% em fevereiro. O movimento repercutiu tanto a variação do componente subjacente – com destaque para a alta em alimentação fora do domicílio, em parte propagando efeitos do choque no preço de carnes –, quanto a do componente ex-subjacente – influenciado principalmente pelos reajustes nas mensalidades escolares. Em doze meses, a inflação de serviços teve ligeira alta, passando de 3,41% para 3,59%.

Os preços dos bens industriais subiram 0,28% nos três meses encerrados em fevereiro (ante 0,51% no trimestre anterior). A alta contida reflete sobretudo a queda nos preços de vestuário e o arrefecimento nos preços dos produtos de higiene pessoal – que têm apresentado comportamento errático desde o final de 2018. Em doze meses, a inflação do segmento recuou de 1,79% em novembro para 1,72% em fevereiro.

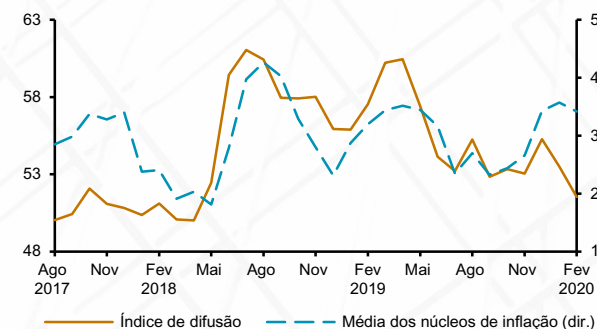
Os preços administrados ou monitorados por contratos subiram 0,59% no trimestre terminado em fevereiro (ante 0,98% no trimestre anterior). O componente energético recuou 0,69% (ante 0,52%), repercutindo transição da bandeira tarifária vermelha 1 para verde, entre novembro e fevereiro. O preço da gasolina subiu no trimestre, ainda não refletindo a queda em fevereiro da cotação internacional e do preço nas refinarias. O componente não-energético variou 1,45% (ante 1,26%), destacando-se o impacto dos reajustes sazonais nas tarifas de transporte público. Acumulada em doze meses a inflação dos preços administrados avançou de 4,23% para 5,43%.

Gráfico 1.37 – Índice de difusão e núcleos de inflação

3 meses dessazonalizado

% de subitens com aumentos no mês

Var. % anualizada



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.38 – Expectativas de mercado – IPCA

Mediana (%)

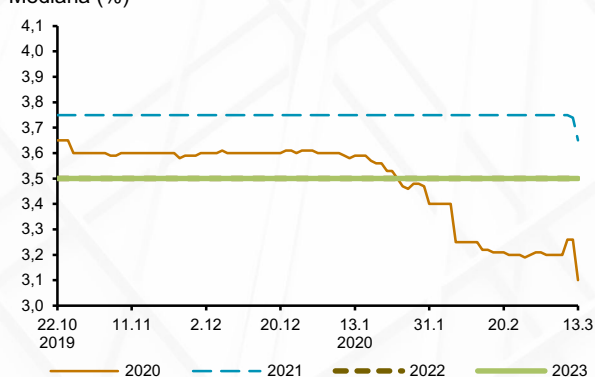


Tabela 1.5 – Resumo das expectativas de mercado

	13.9.2019		6.12.2019		13.3.2020	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Em %						
IPCA	3,80	3,75	3,60	3,75	3,10	3,65
IGP-M	4,05	4,00	4,14	4,00	4,00	4,00
IPA-DI	4,21	3,87	4,32	3,75	3,41	4,01
Preços administrados	4,20	4,00	4,00	4,00	3,30	3,80
Selic (fim de período)	5,00	7,00	4,50	6,25	3,75	5,25
Selic (média do período)	5,00	6,25	4,41	5,60	3,84	4,75
PIB	2,00	2,50	2,24	2,50	1,68	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,90	3,90	4,10	4,00	4,35	4,20
Câmbio (média do período)	3,89	3,90	4,07	4,00	4,44	4,21

Tabela 1.5 – Resumo das expectativas do mercado

(continuação)

	13.9.2019		6.12.2019		13.3.2020	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Em %						
IPCA	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
IGP-M	3,75	3,81	3,85	3,78	3,75	3,50
IPA-DI	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Preços administrados	3,75	3,70	3,75	3,50	3,75	3,50
Selic (fim de período)	7,00	7,00	6,50	6,50	6,00	6,25
Selic (média do período)	7,00	7,00	6,50	6,50	6,00	6,25
PIB	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	3,95	4,00	4,00	4,10	4,20	4,30
Câmbio (média do período)	3,95	4,00	4,00	4,09	4,20	4,25

Índice de difusão e núcleos

O índice de difusão, que mensura a proporção dos componentes do IPCA com variação de preços positiva, registrou média de 54,51% no trimestre encerrado em fevereiro, ante 54,31% no finalizado em novembro e 60,66% em igual período do ano anterior. Na série livre de efeitos sazonais, a média trimestral do índice de difusão passou de 53,03% em novembro para 51,54% em fevereiro.

A média dos núcleos de inflação acompanhados pelo BCB subiu de 2,66% em novembro para 3,42% em fevereiro, sob a métrica anualizada da média móvel trimestral dessazonalizada. Apenas o núcleo Ex-1 mostrou recuo, puxado pelos efeitos da transição de bandeiras tarifárias sobre as tarifas de energia elétrica, não excluídas desse núcleo. No acumulado em doze meses, a média dos núcleos manteve-se relativamente estável, passando de 3,00% para 3,04%.

Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2020 passou de 3,60% em 6 de dezembro de 2019 para 3,10% em 13 de março de 2020. A mediana das projeções para 2021 também recuou, de 3,75% para 3,65%. Para 2022 e 2023 continuaram em 3,50%. Para a inflação doze meses à frente, suavizada, a mediana das previsões passou de 3,90% para 3,49%.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2020 e 2021 atingiram, respectivamente, 3,30% e 3,80% em 13 de março de 2020 (4,00% para os dois anos em 6 de dezembro de 2019). A mediana das projeções manteve-se em 3,75% para 2022 e em 3,50% para 2023.

Efeitos econômicos da pandemia de COVID-19

O surgimento e a disseminação da COVID-19 trouxeram impactos severos para a economia mundial e doméstica. Não obstante a gravidade de seus efeitos sobre a população, os sistemas de saúde e a economia dos países mais afetados até o momento, há elevada incerteza sobre a magnitude e a persistência de seus efeitos econômicos. O objetivo deste box é oferecer análise inicial sobre esse choque e seus desdobramentos sobre a economia brasileira e global.

Em 31 de dezembro de 2019, o governo chinês reportou à Organização Mundial de Saúde (OMS) casos de pneumonia provocados por agente desconhecido, que seria identificado, na semana seguinte, como um novo coronavírus. O vírus se disseminou na Província de Hubei, com 48,2 mil casos confirmados de contaminação em 13 de fevereiro. Entre a segunda quinzena de fevereiro e a primeira de março, à medida que novos casos na China se reduziam gradualmente, a disseminação avançava rapidamente pelo mundo. Os casos confirmados fora da China saltaram de 1,7 mil em 21 de fevereiro para 44 mil em 11 de março, levando a OMS a classificar a COVID-19 como pandemia (Gráficos 1, 2, 3).

Gráfico 1 – Evolução dos casos confirmados de COVID-19

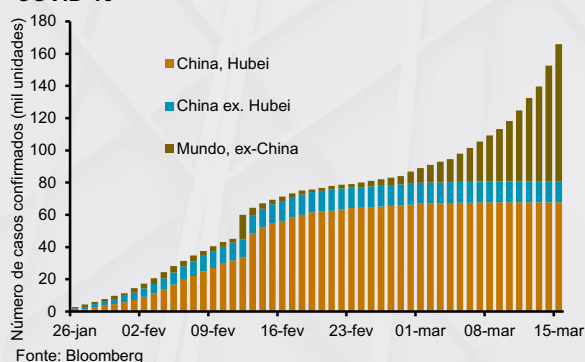


Gráfico 2 – Evolução dos casos de infecção e de óbito no mundo

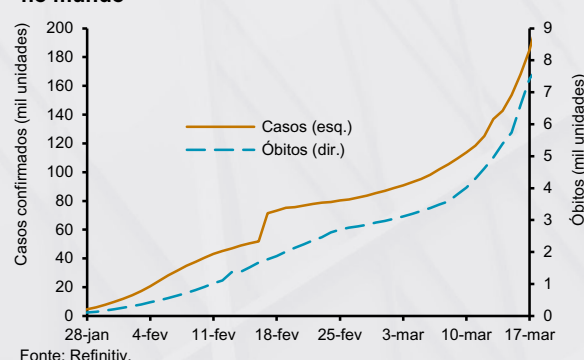
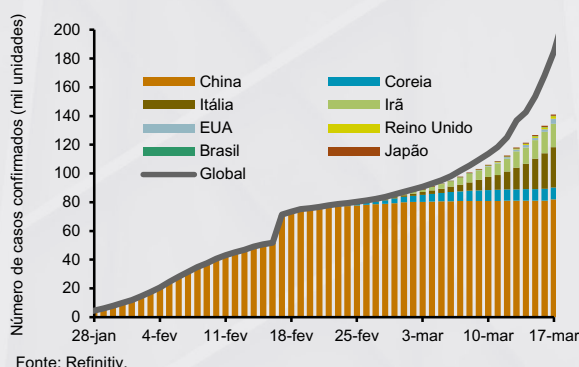


Gráfico 3 – Evolução dos casos de infecção no mundo



Os impactos econômicos do novo coronavírus na China foram observados inicialmente nos setores de viagens, transporte e turismo, em meio ao feriado do ano novo chinês. O surto de COVID-19 e sua disseminação rápida pelas províncias levou ao prolongamento do feriado no país, com fechamento compulsório de empresas em vários setores da economia. A ausência de estatísticas econômicas oficiais, algo comum para o período do ano, dificultou o dimensionamento inicial apropriado dos impactos econômicos sobre os setores produtivos, as cadeias de valor e o consumo chinês.

As estimativas iniciais dos efeitos econômicos da COVID-19 consideravam a paralisação de várias atividades durante fevereiro e março, mas retorno à normalidade do consumo e do trabalho no segundo trimestre, quando também se presumia rápida recuperação da indústria e a normalização das entregas das cadeias globais. No entanto, à medida que eram divulgadas novas informações sobre a disseminação do vírus e que eram observados seus efeitos econômicos, as revisões das projeções de mercado para o crescimento da China passaram a ocorrer em ritmo e magnitude surpreendentes (Gráfico 4). Ao mesmo tempo em que a epidemia avançava pelo país e pela Ásia oriental, os indicadores coincidentes do Produto Interno Bruto (PIB) começavam a sinalizar impactos severos sobre a atividade. Com a divulgação dos primeiros dados oficiais para o primeiro bimestre do ano¹ (Gráficos 5 e 6), observaram-se novas rodadas de forte revisão das projeções de crescimento. A grande incerteza sobre a magnitude da queda da atividade chinesa pode ser também observada na dispersão das projeções do mercado para os primeiros trimestres (Gráfico 7), o que evidencia as dificuldades para compreender plenamente a magnitude do choque até o momento.

Gráfico 4 – Revisão das projeções para a taxa de crescimento do PIB da China

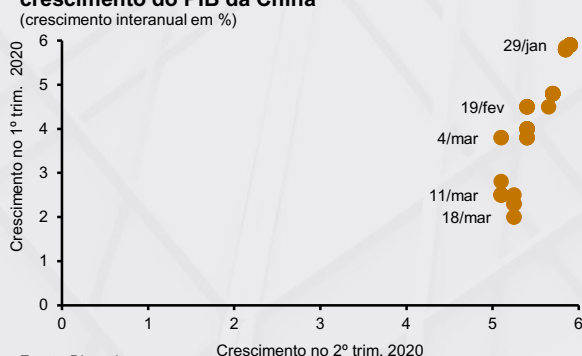


Gráfico 5 – Indicadores de atividade na China

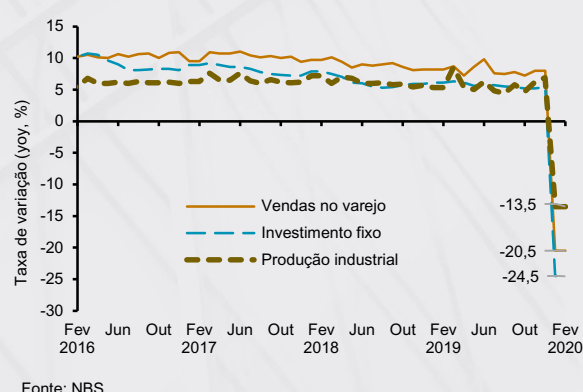


Gráfico 6 – Taxa de desemprego na China

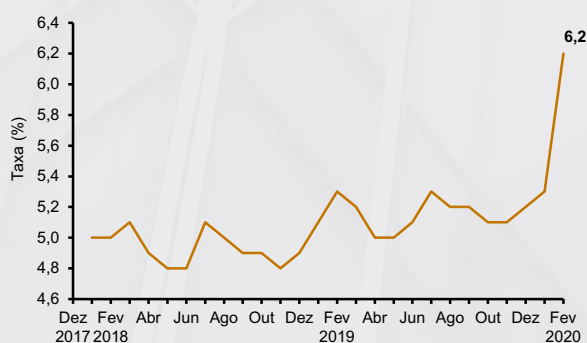
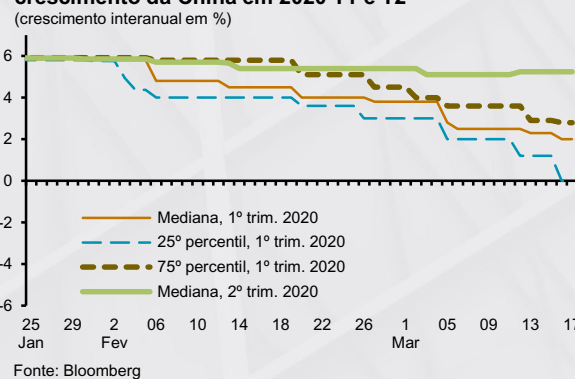


Gráfico 7 – Evolução e dispersão das projeções para o crescimento da China em 2020 T1 e T2



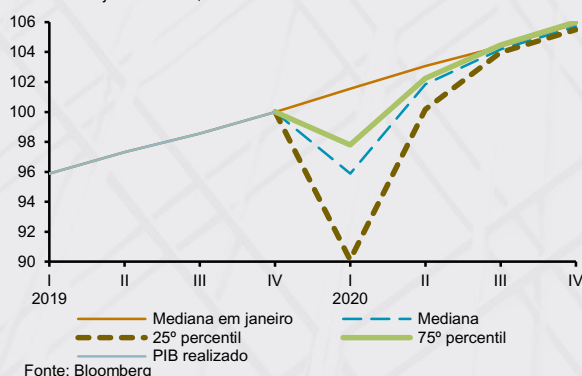
Apesar das projeções de mercado ainda indicarem crescimento significativo no segundo trimestre, a normalização esperada do ritmo de expansão da atividade chinesa vem sendo postergada para o segundo semestre de 2020 por basicamente três fatores: i) a abrupta paralisação causada pelas rígidas medidas de *lockdown*² impostas pelo governo chinês, que alcançou atividades de grande complexidade nas cadeias globais de produção; ii) a disseminação rápida do novo coronavírus fora da China, afetando parceiros comerciais importantes; e iii) as dificuldades para o retorno à normalidade do trabalho e do consumo sob risco de uma segunda onda epidêmica. Apesar de a China ter alcançado a fase de desaceleração do ciclo de contágio do novo coronavírus, as repercussões de uma desaceleração global deverão ser relevantes e as projeções mostram redução de aproximadamente 2 p.p. no crescimento chinês para 2020 (Gráficos 8 e 9).

1/ No primeiro bimestre, na comparação com o mesmo período do ano anterior, foram registradas quedas sem precedentes na história recente da China na produção industrial (-13,5%), nas vendas no varejo (-20,5%), no investimento em ativo fixo (-24,5%), e nas exportações (-17,2%). A taxa de desemprego, de uma média histórica de 5,1%, elevou-se para 6,2% em fevereiro.

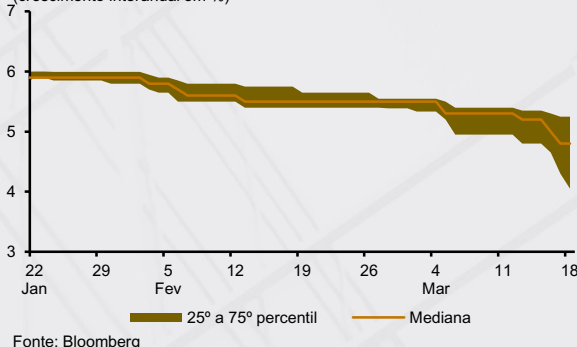
2/ Medidas para limitar ou proibir viagens e determinar que comércio e outras atividades não essenciais fiquem fechadas.

Gráfico 8 – Projeções para o PIB da China

Índice com ajuste sazonal, 4º trimestre de 2019 = 100

**Gráfico 9 – Revisão de projeções para a taxa de crescimento do PIB chinês em 2020**

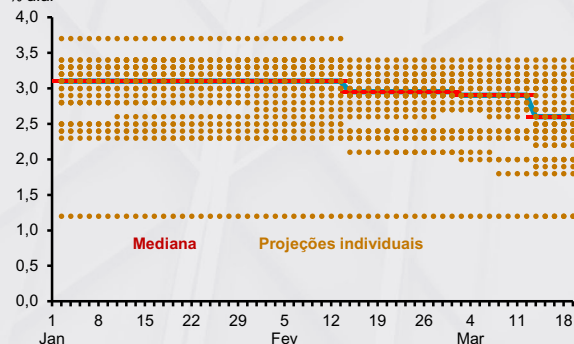
(crescimento interanual em %)



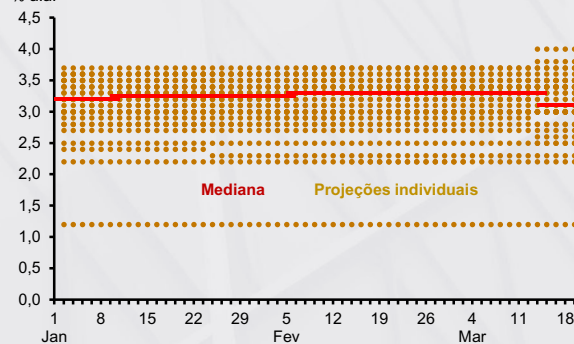
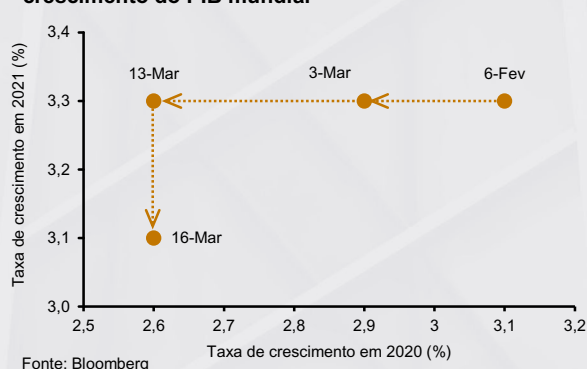
A grande participação da China nas cadeias globais de produção e sua importância como parceiro comercial de diversas economias, somadas à rápida disseminação global da COVID-19, têm ocasionado significativas revisões das projeções para o crescimento mundial em 2020 (mediana Bloomberg se reduziu de 3,1%, no Relatório de Inflação anterior, para 2,6% em 18 de março), com notável aumento da dispersão das projeções (Gráficos 10 e 12), reflexo do elevado grau de incerteza sobre a dimensão do impacto da COVID-19. Em relação a 2021 (Gráficos 11 e 12), a mediana das projeções elevou-se em um primeiro momento, quando se acreditava que o efeito do choque se concentraria apenas no curto prazo, porém reduziu-se no decorrer da primeira quinzena de março, refletindo percepções de que o choque poderia ter maior persistência.

Gráfico 10 – Evolução das projeções para o crescimento do PIB mundial em 2020

% a.a.

**Gráfico 11 – Evolução das projeções para o crescimento do PIB mundial em 2021**

% a.a.

**Gráfico 12 – Revisão das projeções para a taxa de crescimento do PIB mundial**

A disseminação da COVID-19 em âmbito global tem levado vários governos a restringir a circulação de pessoas e, mais recentemente, a impor *lockdowns*, como forma de retardar a disseminação do vírus e, dessa forma, reduzir a sobrecarga sobre os sistemas de saúde locais. Essas medidas, adotadas com o objetivo de conter a velocidade de propagação do vírus, trazem impactos no curto prazo sobre linhas de produção e oferta de produtos e serviços, além de implicarem recuos significativos na demanda por bens e serviços em determinados segmentos, elevando o desemprego e reduzindo a renda do trabalho.

Tabela 1 – Taxas de juros de política monetária, alterações em 2020

Região	Taxa atual (%)	Alterações em 2020 (em pbs)
América do Norte/Europa		
Estados Unidos	0,00 - 0,25	-150
Canadá	0,75	-50
Reino Unido	0,25	-50
Rep. Tcheca	1,75	-25
Noruega	1,00	-50
Rússia	6,00	-25
Turquia	9,75	-150
Ásia/Oceania		
China	3,15	-10
Hong Kong	0,86	-114
Coreia do Sul	0,75	-50
Indonésia	4,75	-25
Filipinas	3,75	-25
Malásia	2,50	-50
Tailândia	1,00	-25
Arábia Saudita	1,00	-75
Austrália	0,50	-25
Nova Zelândia	0,25	-75
América Latina/ África		
Brasil	3,75	-75
México	7,00	-25
Chile	1,00	-75
África do Sul	6,25	-25

Fonte: Sites dos Bancos Centrais dos países

Além dessas medidas, os países vêm atuando por meio de políticas monetárias, fiscais e creditícias para mitigar o impacto econômico da pandemia. No âmbito da política monetária, houve redução generalizada de taxas de juros no mundo (Tabela 1) e reedição de programas não-convencionais, similares aos adotados após a crise de 2008. Dentre os instrumentos não convencionais estão (1) a retomada dos programas de compras de ativos³; (2) a concessão de linhas de provisão de liquidez para instituições financeiras e de incentivos para bancos realizarem empréstimos ao setor não-financeiro; e (3) a oferta de linhas de *swap* de liquidez em dólar entre o Fed e outros bancos centrais, para garantir a provisão internacional de liquidez em dólares. Dentre as medidas regulatórias, as autoridades adotaram arcabouço variado de iniciativas, visando suavizar a contração do crédito e preservar a estabilidade financeira: (1) redução no requerimento de depósitos compulsórios; (2) redução do colchão contracíclico de capital; (3) flexibilização temporária no cumprimento dos requerimentos de liquidez de curto prazo; (4) orientação para que bancos não distribuam bônus/dividendos; e (5) impedimento para que se realize venda a descoberto nos mercados acionários.

As medidas fiscais, em diversos países, tiveram por objetivo inicial garantir recursos para instituições e empresas diretamente envolvidas nas operações sanitárias de contenção da disseminação da COVID-19 e de tratamento das pessoas infectadas, bem como

dar suporte aos setores econômicos e aos indivíduos mais afetados pelo choque adverso. Entre outras, as medidas abrangeram: (1) concessões de garantias públicas para empréstimos a empresas; (2) suporte ao emprego/renda de trabalhadores afetados; (3) isenção ou adiamento de pagamento de impostos; (4) subsídios ou adiamento no pagamento de contribuições à seguridade social; e (5) moratória do pagamento de dívidas (como hipotecas) e contas de serviços públicos. Finalmente, organismos internacionais também criaram fundos de amparo a países mais atingidos – o Banco Mundial disponibilizou até US\$14 bilhões em recursos e FMI ofereceu US\$50 bilhões para países em desenvolvimento, com uma capacidade total mundial de até US\$1 trilhão.

Impactos da COVID-19 sobre a economia brasileira

De acordo com o Ministério da Saúde o país registrava, em 17 de março deste ano⁴, 291 casos confirmados de COVID-19, 8.819 casos suspeitos de contaminação, 1.890 casos descartados e um óbito. Até aquela data, os principais indicadores econômicos em frequência mensal, referentes, em sua maioria, ao período de dezembro de 2019 a fevereiro de 2020, ainda não refletiam efeitos significantes da epidemia – inclusive os indicadores mais tempestivos, como as sondagens empresariais referentes a fevereiro e os dados da balança comercial e de carga de energia elétrica referentes às duas primeiras semanas de março.

3/ Títulos públicos, títulos de empresas não financeiras, instrumentos de financiamento ao setor imobiliário e a empresas não financeiras, instrumentos indexados a ações de empresas, dentre outros.

4/ Data da primeira sessão da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom).

Tabela 2 – ICVA – 09 a 15/03/2020 / 11 a 17/03/2019

Faturamento nominal

	Variação %
Discriminação	
Varejo total	-0,1
Bens não duráveis	16,3
Super e hipermercados	23,1
Drogarias e farmácias	20,0
Cosméticos e higiene pessoal	14,1
Varejo alimentício especializado	7,4
Postos de gasolina	-1,2
Livrarias, etc	-3,4
Bens duráveis	-5,7
Material para construção	8,2
Outros varejos	2,3
Óticas e joalherias	-2,5
Vestuário e artigos esportivos	-3,7
Móveis, eletro e lojas de depto	-21,1
Serviços	-18,0
Serviço automotivo e peças	0,7
Bares e restaurantes	-2,2
Estética e cabelereiros	-4,4
Outros serviços	-17,2
Recreação e lazer	-30,0
Turismo e transporte	-36,1

Fonte: Índice Cielo do Varejo Ampliado

percepção. Subjacente à estabilidade da variação agregada do comércio, apontada pelo indicador, há elevação das vendas em alguns segmentos de bens não-duráveis, como supermercados e farmácias – possivelmente pontual, refletindo comportamento prudencial e mudança no perfil do consumo – e recuo relevante em alguns tipos de serviços e no varejo de móveis e eletrônicos – fenômeno que pode permanecer no curto prazo.

Tabela 3 – Expectativas PIB 2020

Focus – Instituições que atualizaram no dia 13/03/2020

Número de instituições: 23

Discriminação	14/02/2020	06/03/2020	13/03/2020
Mínima	1,9	1,4	0,0
Máxima	2,9	2,9	2,1
Média	2,3	2,0	1,5
Mediana	2,2	2,0	1,6
Percentil 25	2,1	1,7	1,4
Percentil 75	2,4	2,3	1,7

Fonte: Focus – Sistema de Expectativas de Mercado

longo de toda a distribuição – observa-se, ainda, a ampliação na distribuição das projeções, refletindo o maior grau de incerteza. Esse processo continuou nos dias seguintes: a média das projeções das oito instituições que atualizaram suas informações no sistema nos dias 16 e 17 de março era 1,1%.

Sinais preliminares e localizados do impacto direto da doença sobre a economia local, no entanto, eram visíveis em dados de buscas na internet por termos como “cancelamento de passagem”, ou “home office”, bem como nos dados preliminares do Índice Cielo do Varejo Ampliado (ICVA), relativos à primeira quinzena de março, e em relatos de associações empresariais. Algumas dessas associações setoriais divulgaram sondagens realizadas entre seus membros sobre os efeitos esperados da COVID-19 em suas atividades. Enquanto, em fevereiro, o foco maior dessas pesquisas e das manifestações das associações referia-se a potenciais problemas de fornecimento de insumos importados e preocupações com a demanda externa, ao longo da segunda semana de março a atenção foi deslocada para a retração da demanda doméstica e as consequências das restrições impostas sobre a atividade econômica no próprio país, para a contenção do avanço da doença. Nesse período, a percepção sobre quais são os setores mais sensíveis aos efeitos do coronavírus também mudou, abrangendo além de fabris, em particular o eletroeletrônico, atividades do setor de serviços – sobretudo transporte aéreo, turismo, recreação e lazer – e o comércio de bens duráveis. Os dados do ICVA na tabela 2, com a variação do faturamento nominal entre o período de 9 a 15 de março de 2020 e 11 a 17 de março de 2019, corroboram essa

Mesmo diante do impacto limitado observado sobre os indicadores mensais até o dia 17 de março, as expectativas de crescimento doméstico já se deterioravam em virtude da piora observada no exterior, da perspectiva de continuidade do avanço da doença no país e da evolução dos indicadores financeiros. A tabela 3 traz os dados do Sistema de Expectativas de Mercado (Focus) em três datas distintas, considerando exclusivamente as 23 instituições que haviam atualizado suas projeções para a variação do PIB no dia 13 de março⁵. O acentuado recuo nas estimativas é observado não somente nas medidas de tendência central, mas ao

5/ Essa é a data crítica para cálculo dos rankings top 5 do Sistema de Expectativas de Mercado, quando tipicamente o número de instituições com dados atualizados é maior.

Outra fonte de informação sobre expectativas para a economia brasileira e estimativas de impacto da pandemia causada pelo novo coronavírus é o questionário pré-Copom⁶, enviado pelo Banco Central do Brasil (BCB) no dia 6 de março para instituições financeiras e consultorias. As respostas a esse questionário foram recebidas até o dia 11 do mesmo mês. As médias das projeções para crescimento do PIB brasileiro e mundial (Tabela 4) situaram-se em 1,7% e 2,3%, respectivamente, e o mínimo para a projeção de crescimento do Brasil encontrava-se em 0,5%. Quanto ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), convém notar que a projeção média de variação de 3,16% em 2020 insere-se em um contexto em que as expectativas para a taxa de câmbio e o preço do petróleo eram, respectivamente, R\$4,39/US\$ e US\$43,2 por barril. Tais dados evidenciam a rapidez das alterações de cenário ocorridas nos dias que antecederam a reunião do Copom.

Na tabela 5 estão as estimativas do impacto do surto de COVID-19 sobre a economia brasileira⁷. Em geral havia consenso entre os respondentes do questionário acerca do impacto negativo no PIB local, com estimativa média de -0,5 p.p. Na parte qualitativa das respostas praticamente não houve menções a impacto decorrente do avanço da epidemia no Brasil. Em geral, esperava-se que o surto afetaria o PIB brasileiro principalmente via redução das exportações e dos preços de *commodities* e, em menor grau, através de redução na demanda doméstica. Apesar do elevado grau de incerteza, as instituições em geral consideraram o choque associado à COVID-19 desinflacionário, mesmo diante da desvalorização do real. Quanto ao comércio exterior, houve unanimidade de opinião sobre a diminuição da corrente de comércio, mas discordância sobre o efeito líquido na balança comercial.

Tabela 4 – Projeções para 2020

Discriminação	Nº de respostas	Mínimo	Máximo	Média
PIB Brasil (p.p.)	71	0,5	3,2	1,7
PIB Mundo (p.p.)	43	0,0	3,0	2,3
Balança Comercial (US\$ bi)	55	17,5	48,0	33,9
IPCA 2020 (p.p.)	72	2,50	3,94	3,16
Câmbio ^{1/}	62	3,45	5,00	4,39
Petróleo ^{2/}	29	35,0	57,0	43,2

Fonte: Questionário pré-Copom de 11 de Março de 2020

1/ Câmbio fim de ano.

2/ Preço de petróleo Brent (USD/bbl.) na média do ano.

Tabela 5 – Impacto da COVID-19 em 2020

Discriminação	Nº de respostas	Mínimo	Máximo	Média
PIB (p.p.)	54	-1,1	-0,1	-0,5
Balança Comercial (US\$ bi)	30	-21,1	10,0	-3,2
Exportações (US\$ bi)	28	-30,4	0,0	-10,7
Importações (US\$ bi)	25	-31,0	-2,0	-8,6
IPCA (p.p.)	41	-0,5	0,1	-0,3

Fonte: Questionário pré-Copom de 11 de Março de 2020

Diante desse cenário, foram realizados dois exercícios subsidiários à projeção do PIB doméstico. No primeiro deles, estimaram-se regressões, em frequência trimestral, do crescimento da economia brasileira contra o crescimento da economia da China e do mundo exceto China, a fim de melhor compreender, de maneira simples, como as rápidas alterações no cenário internacional se traduziriam no crescimento brasileiro, levando em conta as correlações históricas e desconsiderando características idiossincráticas do episódio atual – inclusive as reações da política econômica. As elasticidades obtidas mostram que o PIB brasileiro se mostrou mais sensível ao PIB chinês do que ao do restante do mundo. No contexto atual, em que as revisões para baixo nas projeções de crescimento em 2020 são maiores para a China que para o restante do mundo, tal resultado sinaliza impacto ao redor de -1p.p. sobre o crescimento da economia brasileira.

O exercício seguinte consistiu da estimação de regressões do crescimento do PIB contra variáveis financeiras, como taxa de câmbio, índices de bolsa de valores e preços de *commodities*. Tal análise, feita com valores observados até a primeira metade de março, auxilia o entendimento, novamente com base em correlações históricas, de quanto as expectativas sobre a atividade econômica futura, embutidas nos preços dos ativos, já

6/ Questionário enviado aos participantes da pesquisa Focus na semana anterior ao Copom com o objetivo de colher subsídios acerca de temas relevantes da conjuntura econômica, disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/precopom>.

7/ A pergunta presente no questionário era “Qual sua avaliação sobre os impactos do surto do novo coronavírus sobre a economia brasileira, particularmente sobre PIB, inflação e balança comercial? Quais as hipóteses de tal cenário? Se possuir estimativas numéricas dos impactos, informe na tabela abaixo.”.

havam mudado. Sob a hipótese de estabilidade dos preços dos ativos no patamar recente ante a alternativa de estabilidade em nível observado antes do início do surto de COVID-19, os resultados das regressões também sugerem impacto ao redor de -1 p.p. no PIB brasileiro em 2020. Os resultados dos dois exercícios indicaram que o potencial impacto do surto de COVID-19, medido indiretamente pelas mudanças recentes na economia internacional e no preço dos ativos financeiros, era superior à média reportada no questionário pré-Copom de 11 de março.

Além dessas análises sobre os efeitos da COVID-19 na atividade econômica do Brasil e da avaliação dos impactos significativos já materializados na atividade global, nos preços de *commodities* e nos preços de ativos financeiros, a projeção do PIB considerou, como de praxe, o acompanhamento das informações mais recentes sobre a evolução setorial da economia brasileira⁸. Todas essas informações, sempre ponderadas pela elevada incerteza corrente, foram também consideradas nas projeções relativas ao saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e ao balanço de pagamentos para o ano corrente⁹, bem como para as estimativas de inflação de curto prazo.

Finalmente, cabe mencionar que as autoridades brasileiras, assim como as de outros países, têm atuado com o objetivo de mitigar as consequências econômicas do surto de COVID-19. Em 16 de março, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou, em reunião extraordinária, duas medidas nesse sentido¹⁰. A primeira delas dispensa os bancos de aumentarem o provisionamento no caso de repactuação de operações de crédito que sejam realizadas nos seis meses seguintes e, portanto, facilita a renegociação de operações com empresas e famílias que possuem boa capacidade financeira. Estima-se que aproximadamente R\$3,2 trilhões de créditos possam se beneficiar dessa medida. A segunda medida reduz o Adicional de Conservação de Capital Principal (ACPConservação) de 2,5% para 1,25% pelo prazo de um ano, ampliando a folga de capital do SFN em R\$56 bilhões, o que permitiria aumentar a capacidade de concessão de crédito em torno de R\$637 bilhões. Essas duas medidas se juntam à decisão de 20 de fevereiro do BCB de reduzir a alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo e aperfeiçoar as regras do Indicador de Liquidez de Curto Prazo (LCR). Tal ação visou a redução da sobreposição entre esses instrumentos e seu efeito é uma melhora das condições de liquidez do SFN em torno de R\$135 bilhões.

No âmbito do Ministério da Economia, as principais medidas iniciais anunciadas até 17 de março foram classificadas em três grupos de acordo com sua destinação¹¹. Entre as voltadas para as famílias, estavam: i) antecipação do 13º salário de aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) para abril e maio, totalizando R\$46 bilhões; ii) transferência de valores não sacados do Programa de Integração Social (PIS)/ Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público (PASEP) para o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) para a realização de novos saques, podendo atingir até R\$21,5 bilhões; iii) antecipação do abono salarial, no montante de R\$12,8 bilhões, para junho e iv) ampliação do Bolsa Família em um milhão de beneficiários, com custo de até R\$3,1 bilhões. No grupo de ações voltadas para as empresas e a manutenção do emprego, destacam-se: i) o diferimento por três meses dos prazos de pagamento do FGTS, com valor estimado em R\$30 bilhões, e da parte da União do Simples Nacional, em montante de R\$22,2 bilhões; ii) redução de 50% nas contribuições do Sistema S por 3 meses, totalizando R\$2,2 bilhões e iii) acréscimo de R\$5 bilhões ao PROGER/FAT¹² para micro e pequenas empresas. Quanto ao combate direto à pandemia, foram anunciadas a destinação do saldo do fundo do Seguro Obrigatório de Danos Pessoais Causados por Veículos Automotores de Via Terrestre (DPVAT), R\$4,5 bilhões, para o Sistema Único de Saúde (SUS), reduções para zero de alíquotas para importação de produtos de uso médico-hospitalar, desoneração

8/ A esse respeito, ver box “Projeção para o crescimento do PIB em 2020”, nesta edição do Relatório de Inflação.

9/ Ver os boxes “Projeção para a evolução do crédito em 2020” e “Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2020”, nesta edição do Relatório de Inflação.

10/ Mais informações sobre as medidas podem ser obtidas em <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/16999/nota>.

11/ Mais informações sobre essas medidas podem ser obtidas em: <http://www.economia.gov.br/noticias/2020/marco/ministerio-da-economia-anuncia-medidas-para-diminuir-o-impacto-do-coronavirus-no-pais>.

12/ O Programa de Geração de Emprego e Renda (PROGER), existente desde 1994, tem por objetivo proporcionar linhas especiais de crédito, em atividades produtivas capazes de gerarem postos de trabalho e renda, nos diversos setores da economia. Mais informações em: <http://portalfat.mte.gov.br/programas-e-acoas-2/programas-de-geracao-de-emprego-e-renda-proger/>.

temporária do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para bens nacionais e importados necessários ao combate à COVID-19, preferência tarifária e priorização de desembaraço aduaneiro de produtos de uso médico-hospitalar e suspensão de prova de vida dos beneficiários do INSS por 120 dias.

Em suma, este boxe abordou o avanço dos efeitos econômicos da COVID-19 no mundo e no Brasil, enfatizando as alterações nas perspectivas de crescimento doméstico e mundial. As expectativas se alteraram rapidamente ao longo das primeiras semanas de março, em contexto de recrudescimento do ambiente de incerteza, e indicam impactos expressivos sobre a atividade, tanto doméstica quanto global em magnitudes consideravelmente superiores aos que vinham sendo apontados até meados de fevereiro. Ações governamentais no âmbito das políticas monetária e fiscal, no Brasil e no mundo, têm sido adotadas com o propósito de atenuar os impactos econômicos da pandemia tanto no setor financeiro quanto no setor real.

Revisão da projeção do PIB para 2020

Este boxe atualiza a projeção do Banco Central para a variação do Produto Interno Bruto (PIB) em 2020. As estimativas ora apresentadas refletem o conjunto de informações que estavam disponíveis até 16 de março, véspera da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom).

A projeção central para o PIB em 2020 foi revisada para estabilidade, comparativamente à estimativa de crescimento de 2,2% divulgada no Relatório de Inflação (RI) anterior. A alteração da projeção está associada, principalmente, a impactos econômicos expressivos decorrentes da pandemia de COVID-19. Adicionalmente, resultados abaixo do esperado em indicadores econômicos no final de 2019 e início de 2020 afetaram a expectativa de desempenho da atividade no primeiro trimestre. Em termos de trajetória, a projeção para o PIB anual considera recuo acentuado do PIB no segundo trimestre, seguido de retorno relevante nos últimos dois trimestres do ano.

No âmbito da oferta, o crescimento esperado da agropecuária foi mantido em 2,9%, refletindo melhora nos prognósticos para a safra de grãos, compensada por redução moderada na estimativa de crescimento da pecuária, em razão dos impactos da pandemia sobre a demanda interna e externa por proteínas.

A estimativa para a variação do setor industrial foi reduzida de 2,9% para -0,5%, com perspectiva de menor crescimento em todas as atividades em função dos efeitos do surto de COVID-19. A projeção para o desempenho da indústria de transformação passou de variação de 2,1% para -1,3%, motivada pela previsão de queda na demanda final, principalmente por bens de consumo duráveis e de capital, além da possível redução na oferta resultante das medidas de restrição de locomoção e da escassez de insumos importados em alguns segmentos. A previsão de crescimento para a indústria extrativa recuou de 7,5% para 2,4%, ante expectativa de menor demanda por minério de ferro e petróleo, em cenário de desaceleração mundial. A construção deve apresentar retração de 0,5%, comparativamente à projeção de crescimento de 3,0% em dezembro, em meio ao comportamento de maior cautela das famílias e dos empresários do setor.

Estima-se estabilidade para o setor terciário em 2020, ante elevação de 1,7% projetada em dezembro. Destacam-se as revisões em setores mais afetados por medidas de restrição de mobilidade: a projeção para o comércio recuou de 2,6% para -0,7%, a de transporte, armazenagem e correio, de 1,9% para -1,2%, e a de outros serviços, que engloba atividades como alojamento, alimentação fora de casa e atividades artísticas, de 2,2% para -1,1%. Segmentos como administração pública e aluguéis, com significativa representação no setor terciário, tendem a ser impactados em magnitudes relativamente menores.

Com relação aos componentes domésticos da demanda agregada, houve recuo na projeção para o consumo das famílias, de 2,3% para 0,8%, repercutindo impactos esperados da pandemia sobre o comportamento dos consumidores – maior cautela das famílias em relação aos gastos –, sobre a evolução da massa de rendimentos do trabalho, além dos efeitos decorrentes das medidas de distanciamento social e de restrições à mobilidade.

O ambiente de maior incerteza e a expectativa de recuo acentuado da atividade econômica devem ocasionar postergação de decisões de investimentos. Nesse contexto, a previsão para o desempenho anual da formação bruta de capital fixo (FBCF) recuou de 4,1% para -1,1%. A projeção para o consumo do governo permaneceu praticamente inalterada (passou de 0,3% para 0,2%). Apesar da estimativa de redução de receitas, o governo tende a preservar gastos essenciais em momento de crise¹.

1/ Observe-se que aumentos de transferências de renda governamentais, já anunciados e que tendem a se ampliar em cenários de crise, não constituem, no âmbito das contas nacionais, consumo do governo.

As exportações e as importações de bens e serviços, em 2020, devem variar, na ordem, 0,9% e 0,6%, ante projeções respectivas de 2,5% e 3,8% apresentadas no RI anterior. A redução nas exportações resulta da expectativa de menor demanda externa, em virtude da desaceleração mundial causada pela pandemia, enquanto a diminuição na estimativa para as importações reflete a expectativa de redução nas projeções de crescimento da atividade doméstica, em especial da indústria de transformação e da FBCF, com o consequente decréscimo nas aquisições de insumos e de máquinas e equipamentos, bem como a perspectiva de redução do consumo das famílias.

Tendo em vista as novas projeções para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2020 são, ambas, estimadas em 0,0 p.p.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	2019	Variação %	
		2020 ^{1/}	
		Anterior	Atual
Agropecuária	1,3	2,9	2,9
Indústria	0,5	2,9	-0,5
Extrativa mineral	-1,1	7,5	2,4
Transformação	0,1	2,1	-1,3
Construção civil	1,6	3,0	-0,5
Prod./dist. de eletricidade, gás e água	1,9	1,6	0,2
Serviços	1,3	1,7	0,0
Comércio	1,8	2,6	-0,7
Transporte, armazenagem e correio	0,2	1,9	-1,2
Serviços de informação	4,1	2,7	2,4
Interm. financeira e serviços relacionados	1,0	1,9	1,4
Outros serviços	1,3	2,2	-1,1
Atividades imobiliárias e aluguel	2,3	1,5	1,1
Adm., saúde e educação públicas	0,0	0,3	0,2
Valor adicionado a preços básicos	1,1	2,0	0,1
Impostos sobre produtos	1,5	2,9	-0,2
PIB a preços de mercado	1,1	2,2	0,0
Consumo das famílias	1,8	2,3	0,8
Consumo do governo	-0,4	0,3	0,2
Formação bruta de capital fixo	2,2	4,1	-1,1
Exportação	-2,5	2,5	0,9
Importação	1,1	3,8	0,6

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Finalmente, cabe destacar a elevação do grau de incerteza das projeções realizadas em ambiente de crise. Entre outros aspectos, a magnitude dos impactos da pandemia sobre a atividade econômica doméstica estará associada à gravidade e à extensão do período do surto no país e às medidas públicas que estão sendo adotadas nas diversas áreas.

Projeção para a evolução do crédito em 2020

Este box apresenta as projeções de crescimento do saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2020, desagregadas nos segmentos de pessoas jurídicas e físicas, e de recursos livres e direcionados (Tabela 1). As novas estimativas incorporam as informações de crédito divulgadas desde o Relatório de Inflação publicado em dezembro de 2019, assim como a evolução recente da conjuntura econômica externa e interna e suas perspectivas.

Tabela 1 – Saldo de crédito

				Var % em 12 meses
	Ocorrido		Projeção	
	2018	2019	Jan 2020	2020
Total	5,1	6,5	7,0	4,8
Livres	10,9	14,1	14,3	8,2
PF	11,6	16,6	16,6	10,0
PJ	10,1	11,1	11,4	6,0
Direcionados	-0,9	-2,4	-1,6	0,0
PF	5,4	6,6	7,1	5,0
PJ	-8,1	-14,0	-13,0	-8,0
Total PF	8,6	11,9	12,2	7,8
Total PJ	1,2	-0,1	0,4	0,6

Em comparação ao Relatório anterior, houve significativa diminuição na projeção do crescimento do estoque total de crédito em 2020, de 8,1% para 4,8%, com redução nas estimativas para as variações nos saldos dos créditos destinados a pessoas físicas, de 12,2% para 7,8%, e no saldo a pessoas jurídicas, de 2,5% para 0,6%. De forma geral, a projeção de menor crescimento do saldo de crédito reflete cenário substancialmente mais desafiador para a atividade econômica diante da pandemia de coronavírus (COVID-19), haja vista a elevação de incertezas no ambiente econômico internacional e a expressiva queda nas expectativas de crescimento para o Brasil em 2020¹.

Em relação ao estoque de crédito a pessoas jurídicas, houve redução na projeção de crescimento do segmento de recursos livres (de 9,7% para 6,0%), influenciada pela reversão nas expectativas de crescimento da economia. Para fins de projeções, parte desse efeito foi, no entanto, compensado pelo impacto da desvalorização cambial sobre o montante em reais das dívidas indexadas a moedas estrangeiras. No que tange aos empréstimos com recursos direcionados às empresas, projeta-se retração de 8% do saldo. Em comparação à projeção anterior (-8,6%) e à variação observada nos últimos doze meses para esse segmento (-13,0%), a estimativa atual reflete ritmo menos intenso de redução da carteira de crédito em função de perspectiva de volume menor de pré-pagamentos em 2020 de empréstimos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), em comparação ao do ano anterior, quando essas operações cresceram significativamente.

Os empréstimos para pessoas físicas financiados com recursos livres continuam sendo o principal vetor de crescimento do crédito no país. Entretanto, o ritmo de expansão dessas modalidades em 2020 foi revisto para 10,0%, ante estimativa anterior de 15,4%, em linha com redução na expectativa de crescimento da economia e seus efeitos sobre o mercado de trabalho, com impactos sobre a expansão da massa salarial. Em relação ao saldo de crédito com recursos direcionados, houve diminuição na projeção de crescimento divulgada em dezembro, de 8,1% para 5,0%.

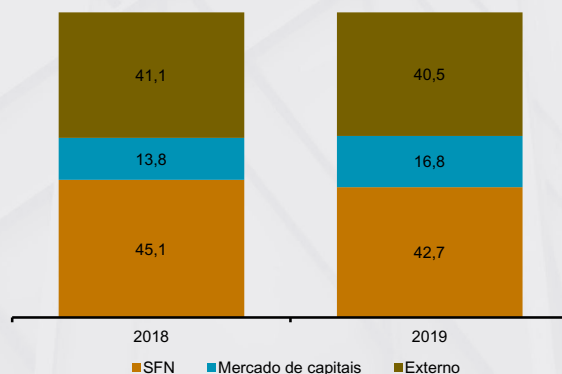
1/ A esse respeito, ver box “Projeção para o crescimento do PIB em 2020”, nesta edição do Relatório de Inflação.

Em conjunto, a nova projeção de crescimento do estoque total de crédito em 2020 indica expansão inferior à ocorrida em 2019 e consideravelmente inferior à expectativa anterior divulgada no Relatório de Inflação publicado em dezembro, condizente com o cenário de atividade econômica mais desafiador em virtude dos impactos do coronavírus. É importante notar que o ajuste nas projeções de 2020 concentrou-se majoritariamente nas operações de crédito financiadas com recursos livres, mais sensíveis ao ciclo econômico e que tiveram crescimento expressivo nos últimos anos.

Dinâmica recente do endividamento das empresas com débitos externos

Nos últimos anos, houve redução das operações bancárias voltadas para pessoas jurídicas, refletindo, principalmente, a retração dos saldos de empréstimos com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)¹. Compensando em parte essa redução, o mercado de capitais e o setor externo ganharam relevância como fontes de financiamento². No entanto, o endividamento externo, que vinha apresentando expansão desde 2015, mostrou sinais de arrefecimento em 2019. Nesse contexto, este boxe analisa o comportamento recente do endividamento das empresas que possuem dívidas no mercado externo, procurando avaliar o movimento dessas empresas também no mercado doméstico – Sistema Financeiro Nacional (SFN) e mercado de capitais.³

Gráfico 1 – Composição do saldo de dívida de empresas
(em %)



O estoque de endividamento amplo das firmas passou de R\$2.892,8 bilhões em dezembro de 2018 para R\$3.051,1 bilhões ao final de 2019. Apesar do aumento da dívida total, a participação da dívida externa recuou 0,6 p.p. no período – único decréscimo anual nos últimos cinco anos – passando de 41,1% para 40,5%. Esse movimento foi mais do que compensado pelo aumento do financiamento junto ao mercado doméstico de capitais (Gráfico 1).

Para melhor entender esse movimento, e considerando a heterogeneidade das operações no mercado externo, analisou-se a evolução do estoque de dívida externa das empresas de acordo com a natureza de

1/ De 2014 a 2019, o saldo de crédito bancário a pessoas jurídicas recuou 8,8%. Contribuiu para este movimento a redução de 35,8% do saldo de crédito corporativo concedido pelo BNDES no período.

2/ Essa dinâmica está descrita no boxe “Financiamento amplo das empresas”, divulgado no Relatório de Inflação de junho de 2018.

3/ Governos e empresas financeiras (bancárias e não bancárias) foram excluídas da amostra. No que se refere ao mercado de capitais domésticos, foram consideradas apenas as notas promissórias e debêntures. A fim de expurgar o efeito da variação cambial na conversão para reais da dívida externa (medida em dólares), fixou-se a taxa de câmbio vigente na data de contratação de cada operação. Esse procedimento tem como premissa que a necessidade de financiamento por parte das firmas com dívida externa é calculada em moeda doméstica. Ademais, note-se que a série de endividamento amplo utilizada nesse boxe difere da série de crédito ampliado de empresas e famílias, divulgada mensalmente pelo Banco Central nas estatísticas monetárias e de crédito. As diferenças são oriundas dos diversos filtros adotados na construção da série de endividamento amplo utilizada neste boxe, que tem como foco as empresas do setor produtivo que possuíam endividamento no mercado externo no período de análise.

cada operação. Para isso, as operações intercompanhia⁴ (OPI) foram separadas das demais operações de financiamento externo (DO), conforme descrito na Tabela 1⁵.

Tabela 1 – Estoque de dívida (em R\$ bilhões)

Ano	Operações intercompanhia				Demais operações				Total
	Créditos comerciais	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	Créditos comerciais	Empréstimos	Títulos de dívida	Total	
2015	248,4	254,8	17,7	520,9	2,9	224,0	60,4	287,2	808,1
2016	295,1	311,3	11,1	617,5	2,8	241,0	55,2	299,1	916,6
2017	338,8	311,2	6,2	656,3	3,2	233,9	54,5	291,6	947,9
2018	452,6	288,3	2,2	743,0	24,3	295,9	63,8	383,9	1 126,9
2019	481,7	375,2	1,2	858,0	15,2	270,4	53,7	339,4	1 197,4

Os resultados evidenciam características distintas entre os estoques das OPI e das DO. A evolução do saldo das OPI entre 2018 e 2019 mostrou aumento de R\$115,0 bilhões, refletindo comportamento dos empréstimos e créditos comerciais. Em sentido oposto, o saldo das DO teve redução de R\$44,6 bilhões⁶, refletindo diminuição nas três formas de financiamento consideradas.

Não é possível definir, *a priori*, as razões do comportamento distinto desses dois grupos de operações, mas é razoável supor que esses grupos reajam a fundamentos econômicos com intensidades diferentes, e que, por exemplo, operações intra grupos econômicos tendem a ser menos sensíveis ao diferencial de juros externo e interno. Alternativamente, é plausível que operações de financiamento no exterior (intercompanhia ou não) revelem diferenças entre as empresas que compõem cada grupo. Um exemplo disso é que o mercado de OPI parece mais restrito: em 2019, 4.525 empresas fizeram operações desse tipo, frente a 7.465 nas DO. Ademais, o valor médio por operação é significativamente maior nas OPI: R\$166 milhões, comparativamente a R\$64 milhões nas DO, utilizando dados de 2019.

Cabe destacar, no entanto, que os resultados na Tabela 1 refletem o endividamento no final de cada ano. Isso implica que mudanças de comportamento na forma de endividamento externo das empresas em determinado ano afetam o resultado. Nessa análise, por exemplo, não é possível identificar se uma empresa reduziu empréstimos em DO, e compensou com empréstimos em OPI. Adicionalmente, destaca-se que é possível que movimentos de grandes corporações podem ser distintos da maioria das demais empresas, mas determinantes para a tendência do saldo agregado.

Na tentativa de minimizar esses efeitos e compreender melhor a dinâmica ocorrida entre 2018 e 2019, optou-se por exercício mais detalhado. Inicialmente, foram separadas as empresas que fizeram operações de naturezas distintas, de modo que a análise passou a separar as empresas em três grupos, compostos por empresas com saldo de dívida externa composto por: i) exclusivamente OPI; ii) exclusivamente DO; e iii) ambos os tipos de operação. Posteriormente, esses grupos foram divididos em três subgrupos de acordo com a variação anual do saldo da dívida externa em 2019: i) redução de pelo menos 10%; ii) variação entre -10%

4/ Operações intercompanhia são aquelas que ocorrem entre empresas de um mesmo grupo econômico, sendo uma residente e outra não residente, excluindo-se as operações entre bancos. Essas operações podem ser através de importação, exportação, empréstimos ou remessas financeiras.

5/ Observe-se que o estoque é afetado (marginalmente) pela oscilação do câmbio haja vista que os valores de novas contratações (fluxos) são feitos pelo valor do dólar na data da efetivação.

6/ Cabe destacar que mesmo excluindo-se os efeitos de operações específicas de grandes empresas, a tendência de aumento no saldo das operações intercompanhia e a diminuição do saldo das demais operações se manteria.

e 10%; e iii) aumento de pelo menos 10%. Para cada grupo, fixou-se a amostra de empresas, considerando as que tinham dívida externa em dezembro de 2018 ou dezembro de 2019⁷.

Os resultados mostram que a mudança na composição de endividamento amplo é diferente para os três grupos (Tabela 2). Para as empresas que fizeram apenas OPI, o movimento da dívida externa reflete o movimento do endividamento amplo, uma vez que essas empresas se financiam majoritariamente no exterior (em média, 85,5% do endividamento amplo dessas empresas foi constituído por dívida externa no período considerado). Logo, as empresas que reduziram (aumentaram) dívida externa nesse grupo também reduziram (aumentaram) o endividamento amplo.

Tabela 2 – Variação do estoque de dívida entre 2018 e 2019

Grupos	Variação da dívida externa total (R\$ bilhões)	Variação da dívida interna total (R\$ bilhões)	Número de empresas	% de empresas que reduziram participação da dívida externa
i. Apenas operações intercia	22,2	1,9	3 935	22%
dívida externa d - 10%	-46,8	3,3	1 414	37%
-10% < dívida externa < +10%	-0,4	1,4	1 007	21%
dívida externa e +10%	69,5	-2,9	1 514	10%
ii. Apenas demais operações que não intercia	20,4	58,8	8 115	39%
dívida externa d - 10%	-41,5	40,3	3 599	73%
-10% < dívida externa < +10%	0,0	0,6	864	33%
dívida externa e +10%	61,9	17,9	3 652	7%
iii. Ambas operações	27,9	-18,5	1 399	33%
dívida externa d - 10%	-58,7	-3,3	454	53%
-10% < dívida externa < +10%	6,4	-13,1	466	29%
dívida externa e +10%	80,2	-2,1	479	18%
Total	70,4	42,1	13 449	-

Comportamento distinto é verificado para empresas que fizeram exclusivamente DO. Para esse grupo, significativamente mais numeroso que o anterior, outras fontes de financiamento interno são mais importantes (em média, 42,0% do endividamento amplo dessas empresas foi constituído por dívida externa no período considerado). Ao subdividir esse grupo de acordo com a variação do saldo da dívida externa, identifica-se que a dívida interna se elevou em todos os subgrupos, independentemente do que ocorreu com a dívida externa.

Ainda nesse grupo, e considerando as empresas que apresentaram redução do saldo de suas dívidas externas, nota-se substituição de fontes de financiamento externo pelo interno de cerca de R\$40 bilhões no período. Destaca-se que esse movimento de substituição não é verificado apenas em termos de valores agregados, mas também em relação ao número de empresas, uma vez que 73% das empresas desse subgrupo, além de reduzirem a dívida externa em pelo menos 10%, também diminuíram a parcela de dívida externa no endividamento amplo, no último ano⁸.

Para o grupo de empresas que realizou ambas as operações (intercompanhia e demais), composto por 1.399 empresas, nota-se comportamento semelhante ao das que realizaram apenas operações intercompanhia: o

7/ Fixada desta forma, a amostra contempla novas empresas com dívida no exterior (empresas sem dívida em dezembro/2018, mas com dívida em dezembro/2019), bem como empresas que liquidaram suas dívidas externas no período considerado (empresas com dívida em dezembro/2018, mas sem dívida em dezembro/2019).

8/ Apenas 9% das empresas nesse subgrupo elevaram a parcela da dívida externa no endividamento amplo. As demais empresas (18%) se referem às que mantiveram essa parcela estável ou que não tinham dívida em dezembro de 2019, o que impossibilita o cálculo das participações. É importante observar que o movimento de substituição de dívida externa para interna é específico deste subgrupo. Em outros subgrupos, verifica-se um percentual mais elevado de empresas que aumentaram a parcela da dívida externa, ainda que nesses casos não tenha existido a migração de dívida em valores nominais.

movimento da dívida externa se sobrepõe ao da dívida interna. Também, independente da direção da variação da dívida externa, as empresas nesse grupo reduziram sua dívida interna. Finalmente, é interessante notar que, mesmo com o aumento da dívida externa e redução da interna em valores agregados, 33% das empresas do grupo reduziram a participação da dívida externa no total do seu endividamento.

Em resumo, os resultados indicam que a dinâmica do endividamento amplo entre 2018 e 2019 não foi homogênea entre os três grupos de empresas, apesar de todos terem aumentado sua dívida externa em termos agregados. As empresas que realizaram apenas operações intercompanhia, que tem esse tipo de dívida como principal fonte de financiamento, mantiveram sua dívida interna praticamente estável. Já as empresas que fizeram apenas demais operações no exterior, cujo maior endividamento é no mercado doméstico, aumentaram sua dívida interna em valor superior ao da dívida externa. Nesse grupo, há evidências de relativa substituição do endividamento externo pelo interno, movimento que não parece ser restrito a poucas companhias.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2020

Este box apresenta a projeção revisada para o balanço de pagamentos de 2020. As novas estimativas consideram as estatísticas do balanço de pagamentos publicadas desde a edição anterior do Relatório de Inflação e a evolução da conjuntura econômica doméstica e internacional.

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Período	US\$ bilhões			
	2019		2020	
	Jan	Ano	Jan	Ano ^{1/}
Transações correntes	-9,0	-49,5	-11,9	-41,0
Balança comercial	1,1	40,8	-2,6	33,5
Exportações	18,0	225,8	14,5	191,0
Importações	17,0	185,0	17,1	157,5
Serviços	-2,8	-35,1	-2,7	-30,2
dos quais: viagens	-1,0	-11,7	-0,9	-7,0
dos quais: transportes	-0,5	-5,9	-0,6	-5,0
dos quais: aluguel de equip.	-0,9	-14,5	-1,3	-13,0
Renda primária	-7,3	-56,1	-6,8	-45,8
dos quais: juros	-4,6	-25,1	-4,0	-21,0
dos quais: lucros e dividendos	-2,7	-31,1	-2,8	-25,0
Renda secundária	0,0	1,0	0,1	1,5
Conta capital	0,0	0,4	0,1	0,4
Conta financeira	-9,1	-51,5	-12,0	-40,6
Investim. ativos ^{2/}	2,2	37,1	-1,2	-0,6
Inv. direto no ext.	2,0	22,1	3,3	0,0
Inv. carteira	1,6	11,2	1,1	5,0
Outros investimentos	-1,4	3,8	-5,6	-5,6
dos quais: ativos de bancos	-0,7	0,2	-2,3	-3,6
Investim. passivos	11,7	64,2	12,1	49,6
IDP	5,8	78,6	5,6	60,0
Ações totais ^{3/}	3,5	-2,7	-1,5	-10,0
Títulos no país	3,1	-4,0	5,6	0,0
Emprést. e tít. LP ^{4/}	-2,0	-14,4	0,6	-0,4
Emprést. e tít. CP	0,8	22,6	0,6	0,0
Crédito comercial e outros	0,6	-15,9	1,2	0,0
Derivativos	-0,4	1,7	0,6	0,0
Ativos de reserva	0,8	-26,1	0,7	9,7
Erros e omissões	-0,1	-2,4	-0,2	0,0
Memo:				
Transações corr./PIB (%)		-2,7		-2,5
IDP / PIB (%)		4,3		3,7
Taxa de rolagem (%)	71,5	80,4	144,2	100,0

1/ Projeção.

2/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

3/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

de lucros e dividendos diminuiu para US\$25,0 bilhões (US\$34,0 bilhões na projeção anterior), resultado do câmbio mais depreciado e de menor desempenho da atividade doméstica.

A projeção do *deficit* em transações correntes em 2020 foi revisada para US\$41,0 bilhões (2,5% do Produto Interno Bruto – PIB), ante projeção de US\$57,7 bilhões (3,1% do PIB) divulgada anteriormente. Os principais fatores que influenciaram as revisões repercutem os efeitos econômicos da pandemia de coronavírus (COVID-19), que deverão afetar significativamente o crescimento global, bem como a redução na projeção de crescimento do PIB para 2020, e as recentes mudanças no mercado internacional de petróleo.

Projeta-se saldo comercial de US\$33,5 bilhões para este ano, refletindo previsões de US\$191,0 bilhões para as exportações e US\$157,5 bilhões para as importações – reduções respectivas de 15,4% e de 14,9% em relação a 2019. Em relação às vendas externas, a forte queda nos preços das *commodities* é o principal fator da revisão, acompanhada da redução nas exportações de produtos manufaturados devido ao ambiente externo mais desafiador. A redução no valor das importações tem como principais vetores a desvalorização do real frente ao dólar americano e o menor crescimento da atividade doméstica. Em função das novas estimativas, a corrente de comércio deve recuar 15,2% em 2020.

Projeta-se retração de 14,1% no *deficit* da conta de serviços em relação a 2019, atingindo US\$30,2 bilhões (US\$36,0 bilhões no Relatório anterior). Destaca-se a revisão da conta de viagens, com redução de US\$6,5 bilhões nas despesas líquidas, refletindo os efeitos do câmbio mais depreciado e das restrições a viagens geradas pela pandemia de COVID-19.

Do lado da renda primária, espera-se recuo das remessas líquidas em 2020 em relação ao ano anterior, atingindo *deficit* de US\$45,8 bilhões. A projeção para o pagamento de juros, US\$21,0 bilhões, situa-se abaixo do valor observado em 2019, influenciada pelo cenário de menores taxas de juros no mercado internacional. A estimativa para as remessas líquidas

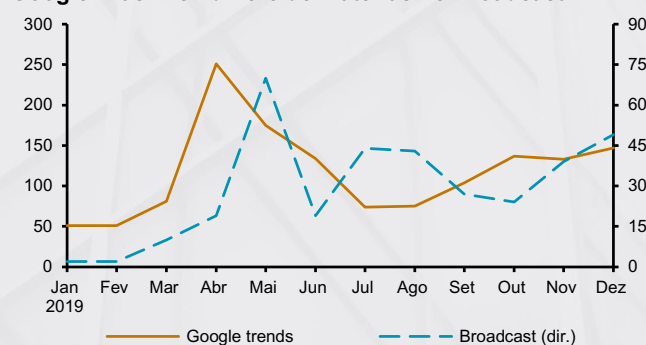
As incertezas relacionadas aos impactos econômicos da COVID-19, ao enfraquecimento do comércio internacional e ao choque de preços do petróleo reduziram também as perspectivas de entradas líquidas de Investimentos Diretos no País (IDP) para US\$60,0 bilhões no ano, ante US\$80 bilhões projetados no último Relatório de Inflação. Espera-se equilíbrio entre amortizações e ingressos de empréstimos diretos e títulos de longo prazo, resultando em taxa de rolagem de 100,0% em 2020, ante 80,4% em 2019.

Do lado dos ativos, a projeção para o investimento brasileiro no exterior foi reduzida a US\$10,0 bilhões para 2020, ante US\$22,1 bilhões em 2019. Por último, foram mantidos os investimentos em carteira no exterior, que deverão alcançar US\$5,0 bilhões em 2020, abaixo dos US\$11,2 bilhões registrados em 2019.

Choque no preço de carnes

A inflação ao consumidor em dezembro de 2019 se mostrou mais alta que a projetada pelo Banco Central no Relatório de Inflação anterior. O oposto se observou em relação à inflação em janeiro e fevereiro deste ano. O momento e a intensidade do choque no preço de carnes – que refletiu em grande medida efeitos do surto da peste suína africana na China – estão entre os fatores mais relevantes para entender esses desvios nas projeções de curto prazo. Este box descreve o impacto da epizootia recente dessa peste no rebanho de suínos na Ásia e aborda sua influência sobre a demanda por carnes e a inflação brasileira, destacando como o impacto observado no final de 2019 foi surpreendente, apesar da ampla atenção dada ao evento desde o segundo trimestre daquele ano – o Gráfico 1 ilustra esse aspecto.

Gráfico 1 – Peste Suína: índice de volume de buscas no Google Brasil^{1/} e número de matérias no Broadcast^{2/}



Fontes: Google e Broadcast

1/ Calculado a partir do número de buscas no serviço de pesquisas Google.

2/ Número de matérias no Broadcast da Agência Estado.

Peste suína africana

O primeiro caso reportado da recente epizootia da peste suína africana na China ocorreu em agosto de 2018 e desde então registraram-se 165 surtos em 32 províncias, segundo a Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura (FAO). A doença gerou necessidade de rápido abate dos animais infectados como forma de conter a propagação.^{1/} Da China, a doença se espalhou para o Vietnã, Filipinas, Mongólia, Coreia do Sul e Coreia do Norte. Casos isolados foram identificados na Europa, onde a transmissão ocorre principalmente via javalis selvagens.

O Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA) – que divulga estimativas de produção, consumo e comércio de produtos agropecuários para diversos países – avalia que, de 2018 a 2020, o número de porcos (oferta total) sofrerá redução de 34% na China (de 1.127 milhões de cabeças para 747 milhões) e de 17% no mundo (de 2.058 milhões de cabeças para 1.703 milhões), já considerando o aumento da oferta em países exportadores. Em relação às importações pela China, o USDA estima aumento de 98% de carne de bovinos, 137% de suínos e 119% de frango, e que as principais regiões que atenderiam a essa ampliação da demanda chinesa seriam União Europeia, Estados Unidos e Brasil.^{2/}

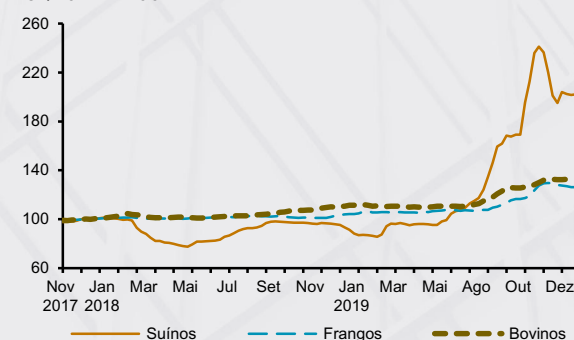
1/ A transmissão da doença, entre suínos, ocorre por contato direto com animais infectados ou indireto através de objetos que estiveram em contato com esses animais. Um animal também pode ser contaminado através de consumo de animais infectados, como em rações ou restos de alimentação humana usados para alimentação animal.

2/ Dados obtidos no site do USDA: <https://apps.fas.usda.gov/psdonline/app/index.html#/app/advQuery>.

Em consequência da menor disponibilidade, os preços das carnes de boi, porco e frango na China acumularam alta de 26%, 117% e 33%, respectivamente, de dezembro de 2017 a janeiro de 2020³. A carne de um animal infectado pode ser consumida por humanos, de tal forma que os animais abatidos por profilaxia acabaram contribuindo, em um primeiro momento, para aumentar a disponibilidade interna de carne de porco e manter os preços. Apenas no segundo semestre de 2019 observou-se pressão no preço de carne suína na China (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Preço de suínos, frangos e bovinos na China

Dez/2017 = 100



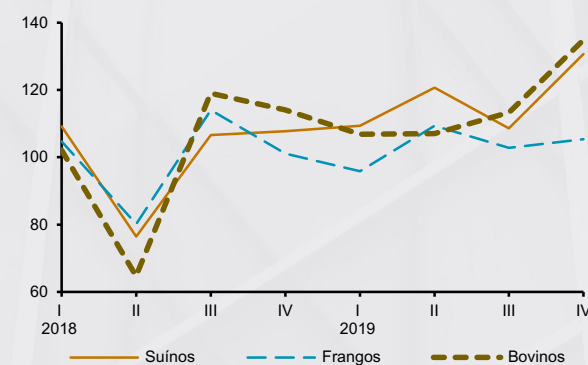
Fonte: Bloomberg

Efeitos no Brasil⁴

No Brasil, o aumento das exportações de carnes ocorreu principalmente no segundo semestre de 2019 (Gráfico 3). Novos frigoríficos brasileiros foram habilitados a exportar para a China devido à exaustão dos estoques do produto no país e à guerra comercial com os Estados Unidos, que desestimulava a importação de carnes de tal origem pelo país asiático. As exportações brasileiras totais de carne bovina cresceram 5,9% no terceiro trimestre e 19,0% no quarto trimestre, considerando dados com ajuste sazonal.

Gráfico 3 – Exportações

2018 = 100 – dados dessazonalizados



Fontes: Secex/ME e BCB

Os abates de animais também aumentaram no segundo semestre (Gráfico 4), impulsionados pela demanda externa. No caso de bovinos, contudo, após terem subido 4,0% no terceiro trimestre, recuaram 3,6% no quarto, já considerando o ajuste sazonal. Essa queda, somada ao aumento das exportações, resultou em recuo de 10,8% na disponibilidade interna⁵ no quarto trimestre em relação ao anterior (Gráfico 5), o que ajuda a explicar a concentração da alta no preço de carnes no final do ano. Houve, ainda, no quarto trimestre, redução da

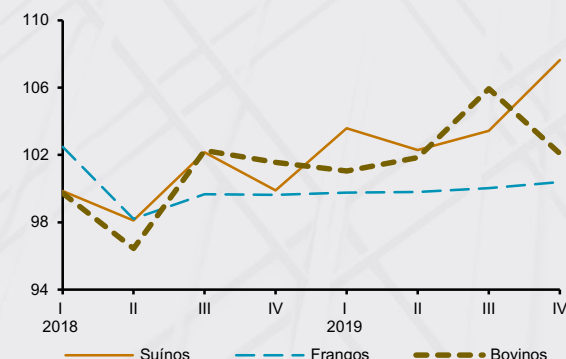
3/ O final da amostra corresponde a 10 de janeiro, período anterior ao auge da epidemia de COVID-19 na China, para evitar incluir na análise potenciais influências desse evento sobre os preços das carnes.

4/ O tema foi abordado também no box “Evolução regional da atividade pecuária”, no Boletim Regional de fevereiro de 2020.

5/ A disponibilidade interna foi calculada como abate mais importações menos exportações. Em seguida foi realizado o ajuste sazonal.

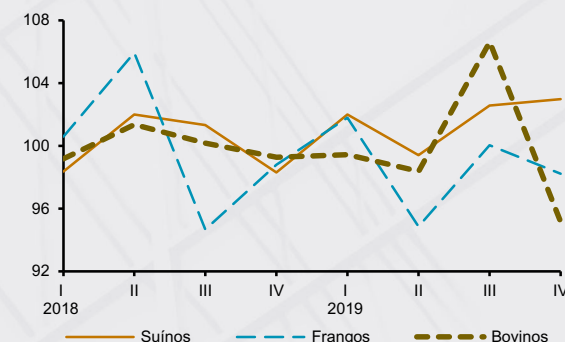
disponibilidade interna de carne de frango (-1,8%) e leve aumento da disponibilidade de carne suína (0,4%), decorrente, principalmente, do aumento de 4,1% no abate. Vale ressaltar que a demanda doméstica por carnes é mais alta no final do ano, em função das datas festivas.

Gráfico 4 – Abate – peso das carcaças
2018 = 100 – dados dessazonalizados



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 5 – Disponibilidade interna^{1/}
2018 = 100 – dados dessazonalizados

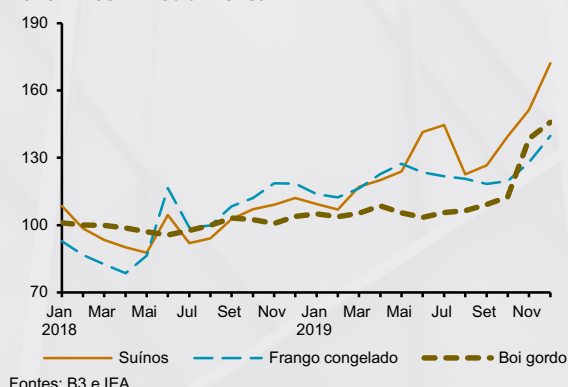


Fontes: Secex/ME, IBGE e BCB

1/ Corresponde ao abate mais importações menos exportações.

Os preços do boi gordo, do porco e do frango congelado no atacado acumularam, em 2019, elevações de 40,5%, 53,6% e 18,3%, respectivamente (Gráfico 6). A alta no preço do porco foi mais expressiva e ocorreu desde o início do ano. No caso do boi gordo, contudo, houve aumento expressivo e repentino apenas em novembro: o preço da arroba passou de R\$169,55 no início do mês para R\$231,35 em 29/11 – sendo esse o maior valor da série. A variação de 36,4% surpreendeu pela rapidez e magnitude – o contrato futuro para entrega no final de novembro era negociado no início daquele mês a R\$177,05, incorporando, portanto, alta de apenas 4,4%. O preço cedeu desde então, mas em 13 de março de 2020, cotado a R\$204,70, ainda se encontrava 20,7% acima do que se observou no início de novembro de 2019.⁶

Gráfico 6 – Preço de carnes no atacado
2018 = 100 – média mensal



Fontes: B3 e IEA

Intensidade e momento do impacto nos preços ao consumidor

Em julho de 2019 o Banco Central coletou estimativas de impacto da peste suína sobre a inflação, por meio do Questionário Pré-Copom⁷. As estimativas de impacto variaram de zero a 120 p.b. distribuídos em 2019 e 2020 (sem diferenciá-los), com média de 37 p.b.⁸

6/ Desde então houve recuo adicional no preço doméstico do boi gordo, atribuído à repercussão do novo coronavírus.

7/ Questionário enviado aos participantes da pesquisa Focus na semana anterior ao Copom com o objetivo de colher subsídios acerca de temas relevantes da conjuntura econômica, disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/precopom>. Enviado em 19/ julho e respostas obtidas até 24/julho. A pergunta, inserida em outra, mais ampla, sobre projeção de inflação para 2019 e 2020, foi: “Quais os impactos da gripe suína na Ásia sobre o IPCA?”.

8/ Resultados apresentados consideram apenas subconjunto de instituições que responderam à pergunta sobre peste suína nos questionários de julho e dezembro.

Em dezembro de 2019, o Banco Central coletou novamente estimativas de analistas, dessa vez solicitando a distribuição do impacto entre 2019 e 2020.⁹ Na ocasião a média das estimativas de impacto total foi 59 p.b. (mínima de 25 e máxima de 120), sendo 37 p.b. em 2019 (entre 10 e 80) e 22 p.b. em 2020 (entre 0 e 80). A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das respostas aos questionários de julho e dezembro, considerando apenas as 27 instituições que responderam aos dois questionários.

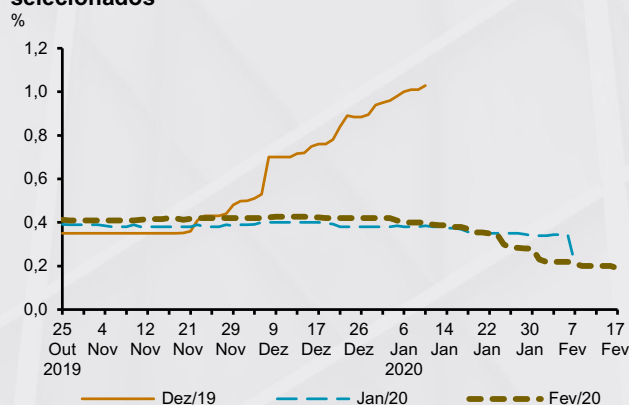
Tabela 1 – Expectativas de impacto da peste suína

Discriminação	p.b.			
	Copom Jul/2019	Copom Dez/2019		
	2019/20	2019	2020	Total
Média	37	37	22	59
Mediana	33	40	18	50
Desvio Padrão	23	17	19	25
Máximo	120	80	80	120
Mínimo	0	10	0	25
Número de respondentes	27	27	27	27

O impacto da peste suína em 2019 acabou sendo bem maior do que os analistas estimavam no início de dezembro. A alta no preço de carnes, carnes e peixes industrializados e aves foi 24% em 2019 – sendo 12,8% apenas em dezembro. Considerando o peso desses produtos na cesta de consumo, chega-se à contribuição de 100 p.b. para a inflação registrada no ano, de 4,31%. A conta de impacto deve levar em consideração, no entanto, o contrafactual de qual teria sido a variação desses preços na ausência do choque. Supondo, por simplicidade, que aqueles preços variariam 4,25% na ausência do choque, em linha com a meta de inflação para o ano, o impacto da peste suína seria de 83 p.b. – 46 p.b. acima da média das estimativas que os analistas tinham no início de dezembro e ligeiramente acima da maior dessas estimativas.

A evolução não esperada dos preços de carnes ao longo de dezembro também pode ser atestada pelas projeções do Focus. Em 06 de dezembro de 2019,¹⁰ a mediana das estimativas para a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em dezembro era 0,70%, sendo gradativamente reavaliada ao longo do mês até alcançar 1,03% na véspera da divulgação.¹¹ O resultado apurado, 1,15%, ficou 45 p.b. acima do que os participantes do Focus anteviam na véspera do Copom (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Expectativa Focus para o IPCA de meses selecionados

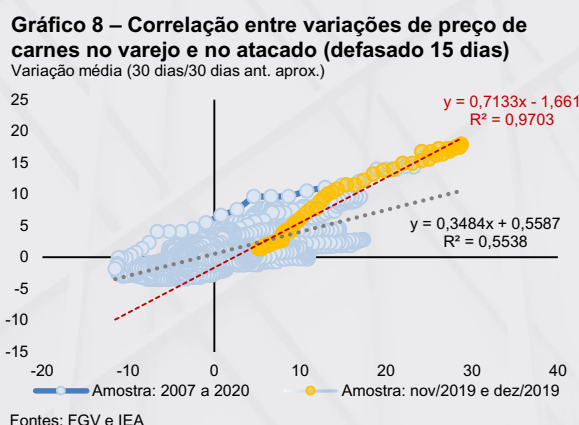


9/ Questionário enviado em 29/novembro e respostas obtidas até 4/dezembro. A pergunta: “Qual sua estimativa de impacto da peste suína na Ásia sobre o IPCA e sua distribuição entre 2019 e 2020?”

10/ O dia 06.12.19 foi a sexta-feira antecedente ao Copom, portanto, data-crítica para formação do *ranking top-5*. Das 119 instituições com projeções válidas para o IPCA de dezembro, 72 atualizaram suas projeções naquele mesmo dia e 94 naquela semana. A defasagem mediana do conjunto informacional foi, portanto, zero, enquanto a defasagem média foi 3,4 dias.

11/ A mediana das projeções coletadas pela Agência Estado, na véspera da divulgação, foi 1,08%.

A surpresa com a intensidade do impacto sobre o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) está associada ao repasse mais intenso e rápido dos preços ao produtor ao consumidor. Com efeito, os valores máximos observados para o preço do boi gordo (R\$231,35/arroba) e para a carcaça bovina traseira (R\$19,6/kg)¹² ocorreram na última semana de novembro e arrefeceram desde então, sugerindo que a surpresa desde a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), ao final do ano, não se deveu ao comportamento dos preços ao produtor. O Gráfico 8 relaciona a variação do preço de carnes ao consumidor, medida pelo Monitor da Inflação, do Instituto Brasileiro de Economia (Ibre)/Fundação Getúlio Vargas (FGV), com a variação do preço da carcaça bovina traseira, defasada em quinze dias. Nas duas séries, a variação de preços considera a média dos preços nos últimos 30 dias sobre a média dos preços nos 30 dias anteriores. Uma forma simplificada de medir o repasse do atacado ao consumidor é pelo coeficiente de regressão, que na amostra cheia, desde 2007, situou-se em 35%. Considerando apenas os meses de novembro e dezembro de 2019, contudo, o repasse alcançou 71%. Como o repasse de longo prazo é maior que o de curto prazo, aproximando-se de 100% em 1 ano¹³, o maior coeficiente pode ser também interpretado como evidência de um repasse mais rápido.



Perspectivas para 2020

Como o choque se mostrou concentrado no quarto trimestre de 2019, as estimativas de seu efeito sobre a inflação de 2020 foram revisadas para baixo. Em janeiro o Banco Central coletou de analistas a projeção para a variação do item carnes em 2020.¹⁴ A média das estimativas situou-se em 2% – abaixo da meta de inflação e das expectativas de inflação cheia para o ano. No questionário de março¹⁵, a média recuou ainda mais, para 1,2%. Contudo, convém destacar que a dispersão das estimativas foi grande, com máxima de 10% e mínima de -10%.

Tabela 2 – Média das projeções coletadas no questionário pré-copom para o IPCA de 2020

Discriminação	Peso	Média das projeções em				p.p.
		Dez/19	Jan/20	Dif.	Cont ^{1/}	
IPCA	100,00	3,61	3,45	-0,16		
Alimentação no domicílio	13,48	5,19	4,37	-0,82	-0,11	
Bens industriais	23,25	1,99	1,98	-0,01	0,00	
Serviços	37,13	3,86	3,86	0,00	0,00	
Administrados	26,15	3,82	3,51	-0,31	-0,08	

1/ A soma das contribuições dos itens pode não coincidir com o total pois os pesos utilizados podem ser diferentes dos apresentados na tabela.

12/ Preço do Boi Gordo segundo o Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (Cepea)/ Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz (Esalq), e preço da carcaça bovina traseira segundo o Instituto de Economia Agrícola (IEA).

13/ Regressão simples do IPCA-Carnes contra o IGP-DI-Carnes, usando variação em doze meses. Outra forma de verificar essa relação é através do vetor de cointegração entre as duas variáveis (em nível), que tem coeficiente próximo à unidade.

14/ Questionário enviado em 24/janeiro e respostas obtidas até 29/janeiro. A pergunta solicitava um detalhamento da projeção para o IPCA em 2020, inclusive o item carnes.

15/ Questionário enviado em 6/março e respostas obtidas até 11/março.

Comparando as projeções para a inflação em 2020, coletadas nos questionários de dezembro e janeiro¹⁶, e considerando apenas as 46 instituições que nas duas ocasiões informaram projeções para IPCA, alimentação no domicílio, bens industriais, serviços e preços administrados, verificou-se que a média das projeções para o IPCA recuou de 3,61% para 3,45% (Tabela 2). Dentre as quatro classificações, as maiores revisões foram observadas justamente nas projeções para alimentação no domicílio, cuja média passou de 5,19% para 4,37%, explicando 11 p.b. do recuo de 16 p.b. na projeção média para a inflação cheia. Em linha com a grande dispersão observada para a projeção do item carnes, a amplitude da projeção para alimentação no domicílio foi elevada, com mínima de -1,60% e máxima de 7,85%.

Os valores dos contratos de preços futuros de boi gordo até o dia 13 de março sugeriam que os preços continuariam elevados ao longo de 2020, mas abaixo do preço do boi gordo negociado no final de novembro. No entanto, esses preços retornaram a patamares similares aos anteriores ao choque no dia 17 de março, repercutindo o grau de incerteza atual no mercado financeiro e, também, o impacto esperado da pandemia de coronavírus sobre a demanda.

16/ Optou-se por não usar o questionário de março para essa comparação pois ele reflete menos a evolução das percepções sobre o choque de carnes e mais o impacto do novo coronavírus.

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2022, cobrindo, portanto, a totalidade dos anos-calendário para os quais há definição das metas para a inflação, por parte do CMN.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom realizada em 17 e 18.3.2020 (229ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo BCB, a data de corte é 13.3.2020, a menos de indicação contrária.

As projeções condicionais para a inflação são apresentadas em quatro cenários, dependendo do condicionante usado para as trajetórias da taxa de câmbio e da taxa Selic ao longo do horizonte de projeção. Os condicionantes podem ser trajetórias oriundas das expectativas coletadas na pesquisa Focus ou trajetórias em que os valores dessas variáveis permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção.

O primeiro cenário assume que a taxa Selic e a taxa de câmbio permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção, enquanto o segundo cenário supõe trajetórias extraídas da pesquisa Focus para essas duas variáveis.

Também são apresentados outros dois cenários, chamados de cenários “híbridos”, que combinam como pressupostos taxa Selic constante e taxa de câmbio da pesquisa Focus e, alternativamente, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante.

É importante salientar que as projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente na supracitada data de corte. As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas.

Em seu processo de tomada de decisão, o Copom analisa um amplo conjunto de variáveis e modelos, em relação aos quais exerce julgamentos com base no conjunto de informações disponíveis. Ao expor alguns cenários que informam suas deliberações, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

No trimestre encerrado em fevereiro, a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, situou-se 0,18 p.p. abaixo do cenário básico apresentado no Relatório de Inflação anterior (Tabela 2.1). Na trajetória mensal, observaram-se desvios significativos, com inflação acima do esperado em dezembro e abaixo em janeiro e fevereiro.

Tanto a magnitude quanto a distribuição das surpresas no período repercutiram, em grande medida, o choque no preço de carnes. Em dezembro, a variação dos preços desse item se mostrou acima da projeção, que já antevia alta significativa.²² A projeção para o preço de carnes também não contemplava que grande parte do retorno se daria ainda nos primeiros meses do ano. Ressalte-se, adicionalmente, que ocorreram surpresas em outros itens, entre os quais se destacam: produtos de higiene pessoal, em janeiro e fevereiro, e gasolina, em dezembro e fevereiro.

As projeções de curto prazo no cenário básico do Copom consideram variações de 0,15%, 0,21% e 0,02% para o IPCA nos meses de março, abril e maio, respectivamente (Tabela 2.2). Caso se concretize, a alta de 0,38% no trimestre será a menor variação para o trimestre²³ e consideravelmente inferior à observada entre março e maio de 2019 (1,46%), implicando desaceleração da inflação acumulada em doze meses, de 4,01% em fevereiro para 2,90% em maio de 2020.

As taxas de inflação mais baixas esperadas para o trimestre encerrado em maio, em relação ao encerrado em fevereiro, repercutem, especialmente, a significativa queda da cotação internacional do petróleo, que se traduz em menores preços de

Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2019	2020			
	Dez	Jan	Fev	No trim.	12 meses até fev.
Cenário do Copom ^{1/}	0,81	0,53	0,45	1,80	4,19
IPCA observado	1,15	0,21	0,25	1,62	4,01
Surpresa	0,34	-0,32	-0,20	-0,18	-0,18

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de dezembro de 2019.

Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo

	Variação %				
	2020				12 meses até mai
	Mar	Abr	Mai	No trim.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,15	0,21	0,02	0,38	2,90

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte.

22/ Ver box “Choque no preço de carnes”, neste Relatório.

23/ Desde o início da série, em janeiro de 1980.

derivados de petróleo, como a gasolina, o diesel e o gás de botijão. Secundariamente, destaque-se as menores variações em alimentação no domicílio, em especial em carnes e alimentos *in natura*; a sazonalidade favorável para o preço do etanol; e, em serviços, a desaceleração dos componentes de educação, de alimentação fora do domicílio e de passagem aérea.

Ressalte-se que essas projeções envolvem um grau de incerteza maior que o usual, tendo em vista o impacto extraordinário causado pelo surto do novo coronavírus. Além de afetar hábitos de consumo da população e restringir o funcionamento de vários estabelecimentos comerciais, a epidemia levou à suspensão da coleta presencial de preços pelo IBGE²⁴, que poderá ser, excepcionalmente, substituída pela coleta via internet ou telefone, na medida em que for possível fazê-lo.²⁵ Vale lembrar que diversos preços já são coletados por outros meios (*web scraping* ou consulta direta às empresas ou agências reguladoras). Não haverá interrupção da série histórica.

Gráfico 2.1 – Taxa de câmbio usada nas projeções

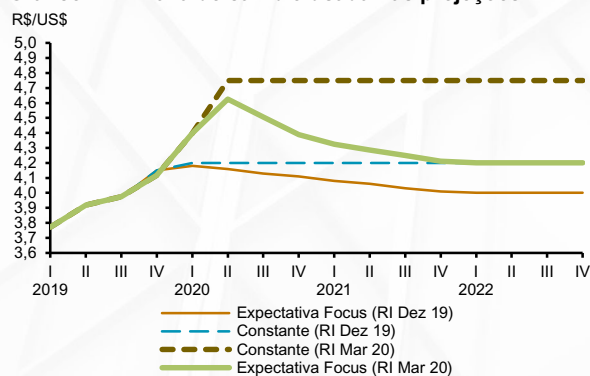
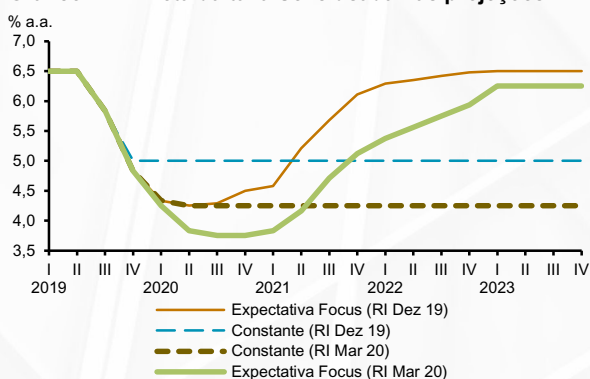


Gráfico 2.2 – Meta da taxa Selic usada nas projeções



2.2 Projeções condicionais

O valor da taxa de câmbio utilizado nos cenários que supõem trajetória constante para essa variável é de R\$4,75/US\$²⁶, acima do valor de R\$4,20/US\$ do Relatório de Inflação de dezembro de 2019 (Gráfico 2.1). A mediana das expectativas para a taxa de câmbio para os finais de ano, extraídas da pesquisa Focus de 13.3.2020, é de apreciação para o restante de 2020 e para 2021, estabilizando-se em 2022. Na comparação com os valores de 6.12.2019, utilizados no Relatório de dezembro, a taxa de câmbio para os finais de ano depreciou de R\$4,10/US\$ para R\$4,35/US\$ para 2020 e de R\$4,00/US\$ para R\$4,20/US\$ para 2021 e 2022.

No caso da taxa Selic, na comparação com o Relatório de dezembro, o valor suposto nos cenários que utilizam taxa constante reduziu-se de 5,00% a.a. para 4,25% a.a. (Gráfico 2.2). Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e com o comportamento dos prêmios de risco, a taxa projetada do *swap* pré-DI

24/ Conforme comunicado do Conselho Diretor do IBGE, em 18 de março de 2020. A suspensão foi então anunciada como imediata.

25/ Na situação mais crítica, de completa impossibilidade de se coletar preços de um determinado produto em qualquer estabelecimento, o procedimento previsto é o de imputar para o produto o mesmo preço coletado no mês anterior (IBGE. Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor: Métodos de cálculo – 7ª edição).

26/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados na sexta-feira anterior à reunião do Copom.

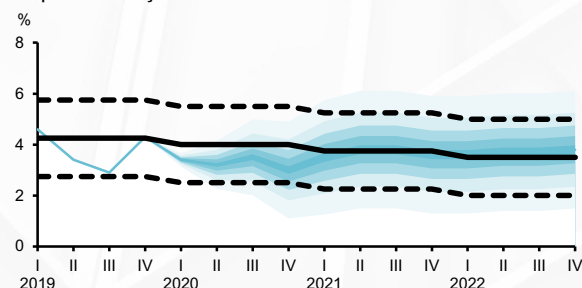
Tabela 2.3 – Projeções centrais de inflação em diferentes cenários

Ano	T	Meta para a inflação	Selic e câmbio constantes	Selic e câmbio Focus	Selic Focus e câmbio constante	Selic constante e câmbio Focus
2020	I		3,4	3,4	3,4	3,4
2020	II		3,2	3,0	3,2	3,0
2020	III		3,5	3,1	3,5	3,1
2020	IV	4,00	3,0	2,6	3,0	2,6
2021	I		3,5	3,0	3,6	2,9
2021	II		3,8	3,3	3,9	3,2
2021	III		3,8	3,4	3,9	3,3
2021	IV	3,75	3,6	3,2	3,6	3,2
2022	I		3,6	3,2	3,6	3,3
2022	II		3,7	3,2	3,5	3,4
2022	III		3,7	3,2	3,4	3,5
2022	IV	3,50	3,8	3,3	3,5	3,6

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Gráfico 2.3 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes

Leque de inflação



Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

de 360 dias, depois de atingir um mínimo no primeiro trimestre de 2020, apresenta valores crescentes nos dois trimestres seguintes, ficando relativamente estável a partir de então.

A mediana das expectativas para a taxa Selic extraídas da pesquisa Focus, também na comparação entre 6.12.2019 e 13.3.2020, reduziu de 4,50% a.a. para 3,75% a.a. para o final de 2020, de 6,25% a.a. para 5,25% a.a. para o final de 2021, de 6,50% a.a. para 6,00% a.a. para o final de 2022 e de 6,50% a.a. para 6,25% a.a. para o final de 2023 (Gráfico 2.2).²⁷ Nessa trajetória, a taxa Selic cai 0,25 p.p. nas reuniões de março e maio, chegando então a 3,75% a.a., e permanece nesse patamar até março de 2021, quando sobe para 4,00% a.a., seguindo trajetória de aumento até chegar a 5,25% a.a. no final de 2021, 6,00% a.a. no final de 2022 e 6,25% a.a. no final de 2023. Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e o comportamento dos prêmios de risco, nos cenários que utilizam essa trajetória, a taxa projetada do *swap* pré-DI de 360 dias continua sua trajetória de queda até o segundo trimestre de 2020 e depois entra em trajetória ascendente ao longo do restante do horizonte de projeção.

As projeções aqui apresentadas dependem ainda de considerações sobre a evolução das reformas e ajustes necessários na economia. Seus efeitos sobre as projeções são capturados por meio dos preços de ativos, do grau de incerteza, das expectativas apuradas pela pesquisa Focus e através do seu efeito na taxa de juros estrutural da economia. Além desses canais, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impulsos sobre a demanda agregada.

Com base na combinação das projeções de curto prazo e dos condicionantes acima, foram construídas projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres. Essas projeções se baseiam na utilização de um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinado com exercício de julgamento.

A projeção central associada ao cenário que combina taxas Selic e de câmbio constantes por todo o horizonte de projeção indica que a inflação acumulada em quatro trimestres, após atingir valor

27/ Como descrito no box “Modelo agregado de pequeno porte – 2017” (Relatório de Inflação de junho de 2017), a trajetória da taxa do *swap* pré-DI de 360 dias depende da trajetória da taxa Selic usada como condicionante para o mesmo período e da trajetória do prêmio (diferença entre a taxa do *swap* e a taxa esperada para a Selic). Portanto, a taxa do *swap* ao longo de 2022 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2023.

Tabela 2.4 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.						
		50%		30%		10%	
		Central					
2020	I	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5
2020	II	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
2020	III	2,9	3,2	3,4	3,5	3,6	3,8
2020	IV	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,4
2021	I	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0
2021	II	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3
2021	III	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3
2021	IV	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1
2022	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1
2022	II	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2
2022	III	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2
2022	IV	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Tabela 2.5 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – Cenário com Selic e câmbio constantes

Ano	Trim.	RI de dezembro	RI de março
2020	I	3,8	3,4
2020	II	3,7	3,2
2020	III	3,8	3,5
2020	IV	3,6	3,0
2021	I	3,3	3,5
2021	II	3,4	3,8
2021	III	3,7	3,8
2021	IV	3,7	3,6
2022	I	3,8	3,6
2022	II	3,8	3,7
2022	III	3,9	3,7
2022	IV	3,9	3,8

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

observado de 4,31% em 2019, termina 2020 ao redor de 3,0% (Tabela 2.3, Gráfico 2.3 e Tabela 2.4). A inflação projetada sobe para aproximadamente 3,6% e 3,8% em 2021 e 2022, respectivamente. Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 1,5% para 2020, 3,9% para 2021 e 4,0% para 2022.

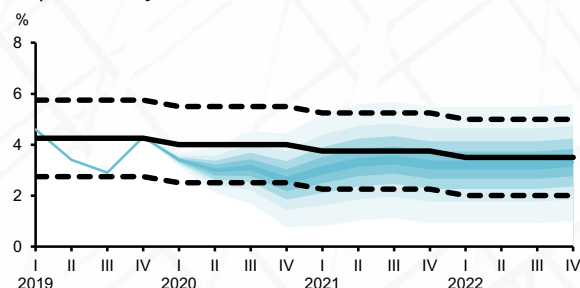
Ainda nesse cenário, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2020 situam-se ao redor de 2% e 33%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 12% para o limite superior e 17% para o limite inferior e, para 2022, os valores são de 20% e 10%, respectivamente.

Na comparação com o Relatório de Inflação de dezembro de 2019 (Tabela 2.5), as projeções no cenário com Selic e câmbio constantes caíram em torno de 0,6 p.p. para 2020. Depois dos efeitos inflacionários do choque de preço de proteínas, que se manifestaram de forma mais intensa do que a esperada no final de 2019, observou-se reversão parcial no início de 2020. Essa antecipação da inflação esperada do ano-calendário de 2020 para o ano-calendário de 2019 acabou por contribuir para a queda nas projeções para 2020. A inflação acumulada em janeiro e fevereiro de 2020 foi de 0,46%, ante o projetado de 0,98%. Mais recentemente, os desenvolvimentos relacionados à pandemia do novo coronavírus tiveram papel fundamental na queda das projeções. De um lado, a depreciação acentuada da taxa de câmbio exerce pressões inflacionárias. De outro lado, a redução nos preços de *commodities*, com destaque para o preço do petróleo, exerce uma significativa pressão desinflacionária. No mesmo sentido, a queda na atividade econômica global e o aumento da incerteza econômica afetam negativamente a demanda agregada, também exercendo papel desinflacionário. As projeções para 2021 e 2022 também caíram, em 0,1 p.p., refletindo principalmente os efeitos inerciais da inflação projetada mais baixa para 2020, as condições de demanda agregada menos favoráveis e as expectativas de inflação mais baixas para 2021. No sentido contrário, atuou principalmente o valor mais baixo da taxa Selic considerado nesse cenário.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em fevereiro (228ª reunião), houve redução de aproximadamente 0,5 p.p. para 2020 e 0,2 p.p. para 2021 (ver Ata da 228ª reunião). Os fatores principais foram basicamente os mesmos

Gráfico 2.4 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Leque de inflação



Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Tabela 2.6 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2020	I	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
2020	II	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2020	III	2,5	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	3,7
2020	IV	1,8	2,2	2,5	2,6	2,7	3,0	3,4
2021	I	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9
2021	II	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2021	III	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3
2021	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	II	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	III	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	IV	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Tabela 2.7 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – Cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Ano	Trim.	RI de dezembro	RI de março
2020	I	3,7	3,4
2020	II	3,7	3,0
2020	III	3,8	3,1
2020	IV	3,5	2,6
2021	I	3,2	3,0
2021	II	3,3	3,3
2021	III	3,5	3,4
2021	IV	3,4	3,2
2022	I	3,4	3,2
2022	II	3,4	3,2
2022	III	3,4	3,2
2022	IV	3,4	3,3

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

que os apresentados na comparação com o Relatório anterior.

No cenário com taxas Selic e de câmbio da pesquisa Focus, a projeção central indica que a inflação finaliza 2020 em torno de 2,6%, sobe para cerca de 3,2% em 2021 e 3,3% em 2022 (Gráfico 2.4 e Tabela 2.6). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 0,8% para 2020, 3,3% para 2021 e 3,7% para 2022.

Nesse cenário, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2020 situam-se próximas de 0% e ao redor de 46%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 7% para o limite superior e 25% para o limite inferior e, para 2022, os valores são de 11% e 17%, respectivamente.

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de dezembro de 2019 (Tabela 2.7), a projeção para 2020 caiu em cerca de 0,9 p.p. para 2020, 0,2 p.p. para 2021 e 0,1 p.p. para 2022. Além dos fatores apontados no cenário com Selic e câmbio constantes, destaca-se a contribuição, para a redução nas projeções, da apreciação cambial mais acentuada na trajetória oriunda da pesquisa Focus, em comparação à utilizada no Relatório de Inflação de dezembro (Gráfico 2.1). No sentido contrário, atuou a trajetória de taxa Selic mais baixa (Gráfico 2.2).

Na comparação das projeções entre o cenário com Selic e câmbio constantes e o cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus, observa-se que, neste último, a menor Selic até o segundo trimestre de 2021 pressiona a inflação para cima, ao passo que a apreciação cambial na maior parte do horizonte considerado produz efeitos baixistas sobre a inflação. Os efeitos da trajetória de apreciação cambial preponderam por todo o horizonte temporal. No caso de 2022, adicionam-se ainda os efeitos desinflacionários da trajetória da taxa Selic da pesquisa Focus mais alta que a Selic constante a partir de julho de 2021.

No cenário híbrido com câmbio constante e taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, as projeções de inflação são de cerca de 3,0% para 2020, 3,6% para 2021 e 3,5% para 2022 (Tabela 2.8). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 1,5% para 2020, 3,9% para 2021 e 4,0% para 2022.

Tabela 2.8 – Projeção de inflação no cenário com Selic da pesquisa Focus e câmbio constante
Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.							
		50%			30%			Central
		10%			10%			
2020	I	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
2020	II	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6
2020	III	2,9	3,2	3,4	3,5	3,6	3,8	4,1
2020	IV	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,4	3,8
2021	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2021	II	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	III	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2021	IV	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2022	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2022	II	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2022	III	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3
2022	IV	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Tabela 2.9 – Projeção de inflação no cenário com Selic constante e câmbio da pesquisa Focus
Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.							
		50%			30%			Central
		10%			10%			
2020	I	3,3	3,3	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5
2020	II	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2020	III	2,5	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	3,7
2020	IV	1,8	2,2	2,5	2,6	2,7	3,0	3,4
2021	I	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,4	3,8
2021	II	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2021	III	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2021	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	I	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2022	II	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3
2022	III	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2022	IV	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, acumulada em quatro trimestres (%).

Nesse cenário, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2020 situam-se ao redor de 1% e 33%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 12% para o limite superior e 17% para o limite inferior e, para 2022, os valores são de 14% para ambos os limites.

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de dezembro de 2019, a projeção caiu em cerca de 0,7 p.p. para 2020, 0,1 p.p. para 2021 e permaneceu estável para 2022. Além dos fatores apontados no cenário com Selic e câmbio constantes, destaca-se, como fator inflacionário, a trajetória mais baixa da taxa Selic em comparação à utilizada no Relatório de Inflação de dezembro.

Entre o primeiro e o terceiro trimestres de 2021, as projeções de inflação são superiores às do cenário com taxa Selic constante em virtude de a trajetória de Selic da pesquisa Focus ser mais baixa até o segundo trimestre de 2021. A partir do segundo trimestre de 2022, entretanto, as projeções de inflação são mais baixas, refletindo os efeitos da trajetória mais alta para a Selic da pesquisa Focus a partir do terceiro trimestre de 2021.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em fevereiro (228ª reunião), houve redução de aproximadamente 0,5 p.p. para 2020 e de 0,1 p.p. para 2021 (ver Ata da 228ª reunião). Os fatores foram basicamente os mesmos que os apontados no cenário com Selic e câmbio constantes.

Por fim, no cenário híbrido com taxa de câmbio da pesquisa Focus e taxa Selic constante, as projeções de inflação são de aproximadamente 2,6%, 3,2% e 3,6% para 2020, 2021 e 2022, respectivamente (Tabela 2.9).

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

No cenário externo, a pandemia causada pelo novo coronavírus está provocando uma desaceleração significativa do crescimento global, queda nos preços das *commodities* e aumento da volatilidade nos preços de ativos financeiros. Nesse contexto, apesar da provisão adicional de estímulo monetário pelas principais economias, o ambiente para as economias emergentes tornou-se desafiador.

Dados de atividade econômica divulgados desde a reunião do Copom de fevereiro (228ª reunião) vinham em linha com o processo de recuperação gradual da economia brasileira. Entretanto, esses dados ainda não refletem os impactos da pandemia de COVID-19 na economia brasileira.

Diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.

As projeções de curto prazo foram influenciadas significativamente pelos movimentos recentes nas cotações de *commodities*, em particular pelas expressivas retrações dos preços internacionais de petróleo, que repercutem rapidamente sobre os preços domésticos de combustíveis. As implicações da pandemia sobre o segmento de serviços, notadamente, sobre os preços de passagens aéreas, provavelmente irão se refletir nas leituras mensais de inflação, sobretudo a partir de maio.

As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 3,1%, 3,65% e 3,5%, respectivamente.

Em sua reunião mais recente (229ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, pela redução da taxa básica de juros em 0,5 ponto percentual, para 3,75% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário 2020 e, principalmente, de 2021.

Na ocasião, o Copom comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, o nível de ociosidade pode produzir trajetória de inflação abaixo do esperado. Esse risco se intensifica caso um agravamento da pandemia provoque aumento da incerteza e redução da demanda com maior magnitude ou duração do que o estimado.

Por outro lado, o aumento da potência da política monetária, a deterioração do cenário externo ou frustrações em relação à continuidade das reformas podem elevar os prêmios de risco e gerar uma trajetória da inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom reitera que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural.

O Copom enfatiza que perseverar no processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira é essencial para permitir a recuperação sustentável da economia. O Comitê ressalta, ainda, que questionamentos sobre a continuidade das reformas e alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas têm o potencial de elevar a taxa de juros estrutural da economia. Nessa situação, relaxamentos monetários adicionais podem tornar-se contraproducentes se resultarem em aperto nas condições financeiras.

O Copom entende que a atual conjuntura prescreve cautela na condução da política monetária, e neste momento vê como adequada a manutenção da taxa Selic em seu novo patamar. No entanto, o Comitê reconhece que se elevou a variância do seu balanço de riscos e novas informações sobre a conjuntura econômica serão essenciais para definir seus próximos passos.

O Banco Central do Brasil ressalta que continuará fazendo uso de todo o seu arsenal de medidas de políticas monetária, cambial e de estabilidade financeira no enfrentamento da crise atual.

Decomposição da inflação de 2019

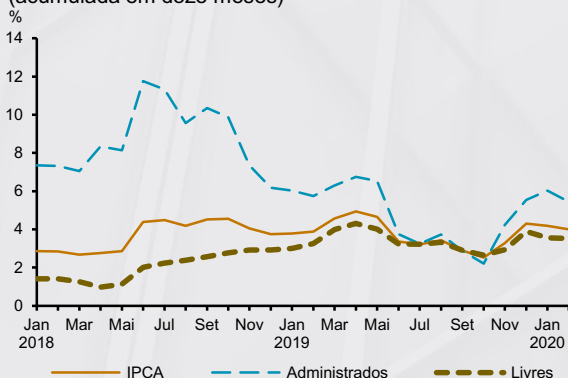
Este box apresenta estimativa de decomposição do desvio da taxa de inflação de 2019, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em relação à meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).¹ O objetivo é mapear os principais fatores determinantes da inflação a partir de modelos semiestruturais do Banco Central do Brasil (BCB).

O desvio da inflação em relação à meta é decomposto em cinco componentes: (i) inércia do ano anterior (desvio da inflação do ano anterior em relação à meta); (ii) expectativas (diferença entre expectativas de inflação dos agentes e a meta para a inflação); (iii) inflação importada (diferença em relação à meta); (iv) choques de oferta; e (v) demais fatores (obtidos por resíduo). Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

Para a estimativa dos componentes, parte-se de um cenário no qual todos os condicionantes são neutros, isto é, não apresentam impactos que levem a inflação a desviar-se da meta. À medida que esses condicionantes neutros são substituídos pelos valores efetivamente observados, obtém-se a contribuição de cada fator para o desvio da taxa de inflação em relação à meta².

O cálculo do choque de oferta é baseado na combinação de dois elementos. O primeiro é computado a partir do termo que representa fatores climáticos na curva de Phillips do modelo agregado de pequeno porte.³ O segundo é baseado nos erros de previsão da curva de Phillips de alimentação no domicílio do modelo desagregado de pequeno porte⁴, utilizando condicionantes realizados.⁵ Aos dois elementos, adiciona-se ainda o efeito da inércia desses componentes para os trimestres seguintes do mesmo ano.

Gráfico 1 – Inflação do IPCA: total, administrados e livres
(acumulada em doze meses)



A inflação em 2019 foi de 4,31%, 0,56 ponto percentual (p.p.) superior à verificada em 2018, de 3,75% (Gráfico 1 e Tabela 1). A inflação de preços livres se elevou de 2,91% em 2018 para 3,89% em 2019, ao passo que a inflação de preços administrados diminuiu de 6,18% para 5,54%. A inflação de 2019 situou-se 0,06 p.p. acima da meta para a inflação de 4,25%, estabelecida pelo CMN.

- 1/ A decomposição da inflação baseada em modelos de projeção tem sido apresentada anualmente nos Relatórios de Inflação. Ver, por exemplo, box “Decomposição da Inflação de 2018”, do Relatório de Inflação de março de 2019. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver box “Decomposição da Inflação de 2017”, do Relatório de Inflação de março de 2018 e Cusinato et. al (2016).
- 2/ As contribuições dos preços externos foram construídas assumindo-se desvios em relação a 2,0% a.a. para a variação do preço de *commodities* em US\$, coerente com a inflação externa de longo prazo no mesmo patamar, e 2,25% a.a. para a taxa de câmbio, dada pela diferença entre a meta para a inflação e a inflação externa de longo prazo considerada, consistente com condições de longo prazo de modelagem da curva de Phillips para os preços livres.
- 3/ Ver, por exemplo, o box “Modelo agregado de pequeno porte – 2017”, do Relatório de Inflação de junho de 2017.
- 4/ Ver, por exemplo, o box “Modelo de preços desagregados de pequeno porte – 2018”, do Relatório de Inflação de junho de 2018.
- 5/ Essa metodologia passou a ser adotada a partir da decomposição feita para a inflação de 2018, como descrito no box “Decomposição da Inflação de 2018”, do Relatório de Inflação de março de 2019.

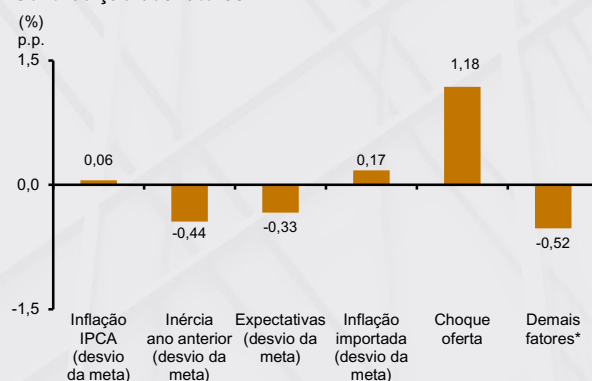
Tabela 1 – Inflação do IPCA: total, preços livres e preços administrados

Discriminação	Variação % no período				
	2019				
	I	II	III	IV	Ano
Total	1,51	0,71	0,26	1,77	4,31
Preços livres	1,65	0,26	-0,04	1,98	3,89
Preços administrados	1,09	2,01	1,12	1,21	5,54

A decomposição para 2019 é apresentada no Gráfico 2. Os principais resultados são os seguintes:

Gráfico 2 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2019

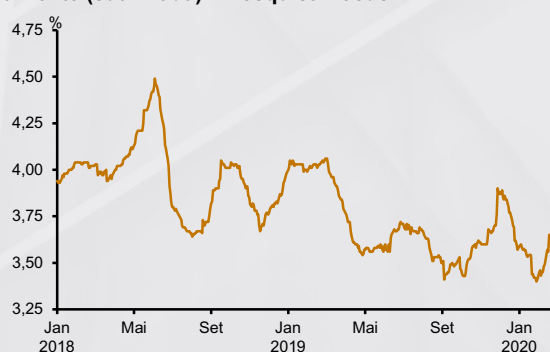
Contribuição dos fatores



* Contribuição da inflação do IPCA como desvio da meta depois de excluídos os seguintes fatores: inércia associada à parcela da inflação do ano anterior que se desviou da meta; expectativas como desvio da meta; inflação importada como desvio da meta; e choque de oferta.

- A inércia advinda do ano anterior (como desvio da meta) contribuiu para a inflação ficar abaixo da meta (contribuição de -0,44 p.p.) em função dos baixos níveis de inflação observados no último trimestre de 2018;
- As expectativas de inflação (como desvio da meta) também contribuíram para a inflação ficar abaixo da meta (contribuição de -0,33 p.p.). Ao longo de 2019, as expectativas para a inflação doze meses à frente (suavizada) da pesquisa Focus (Gráfico 3), apesar de apresentarem flutuação, situaram-se abaixo da meta em todo o período considerado. No mesmo sentido, as expectativas de inflação para 2019 também apresentaram flutuação, mas oscilaram no intervalo entre 3,2% e 4,1%;
- Em sentido contrário, a inflação importada (como desvio da meta) apresentou contribuição positiva para o desvio da inflação em relação à meta (contribuição de 0,17 p.p.). Um fator responsável foi a depreciação

Gráfico 3 – Expectativas de inflação 12 meses à frente (suavizada) – Pesquisa Focus



cambial observada principalmente nos primeiro e terceiro trimestres de 2019 (Gráfico 4), refletindo incertezas domésticas e fatores globais, como a guerra comercial e tensões geopolíticas. Considerando o ano por completo, a variação cambial (como desvio para o valor de 2,25%) contribuiu com 0,06 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta. Além disso, a variação dos preços das *commodities* (como desvio para o valor de 2%), medida pelo Índice de *Commodities*–Brasil (IC-Br) em dólares e pela cotação do petróleo⁶, embora com movimentos distintos desses dois componentes, também apresentou contribuição positiva de 0,11 p.p. para o desvio da inflação. O IC-Br apresentou queda entre o último trimestre de 2018 e o terceiro de 2019 (Gráfico 5). No entanto, esse movimento foi mais que compensado pela trajetória do preço do petróleo, que se elevou particularmente no primeiro trimestre de 2019 em relação ao final de 2018 (Gráfico 6);

Gráfico 4 – Taxa nominal de câmbio



Gráfico 5 – IC-Br (índice em dólares)

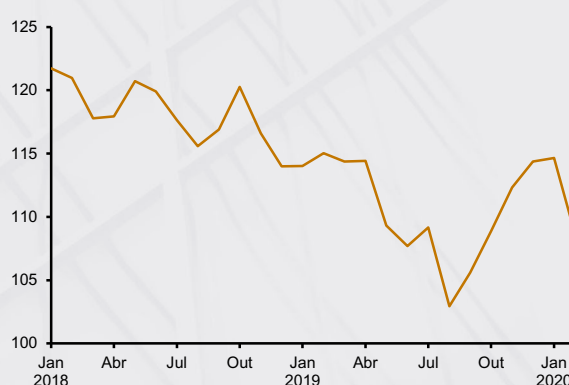


Gráfico 6 – Petróleo WTI



- iv. Por fim, os choques de oferta foram o principal fator com contribuição positiva para o desvio da inflação em relação à meta em 2019, com contribuição de 1,18 p.p. Após registrar inflação de 4,52% em 2018, a inflação dos preços de alimentação no domicílio encerrou 2019 em 7,82% (Gráfico 7). Em termos de dinâmica ao longo do ano, ressaltam-se o choque no primeiro trimestre, em função de choques climáticos que afetaram os preços de alimentos *in natura*⁷, e principalmente, no quarto trimestre, o choque decorrente da peste suína na China, que elevou significativamente os preços de carnes (Gráfico 7). Considerando o preço de carnes, carnes e peixes industrializados e aves, a alta foi de 24% em 2019, sendo 12,8% apenas em dezembro. Utilizando o peso que esses produtos têm no IPCA, chega-se a uma contribuição de 0,83 p.p. para a inflação de 2019, como desvio da meta para a inflação.⁸

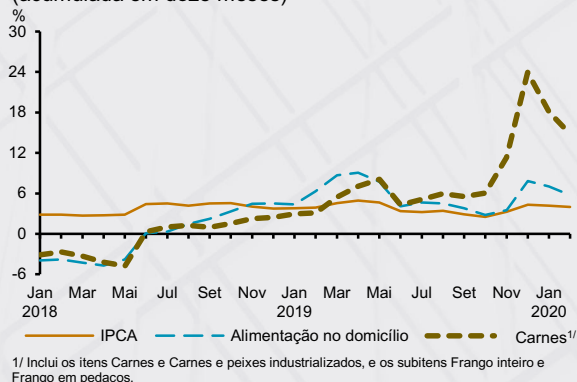
Em suma, este box apresentou estimativas da decomposição do desvio da taxa de inflação em 2019 em relação à meta. De acordo com essa decomposição, dentre os fatores que explicaram o desvio positivo da

6/ Embora a cotação do petróleo não entre diretamente na curva de Phillips de preços livres, essa é uma variável importante nos modelos de preços administrados.

7/ Ver o box “Impactos do clima na inflação de alimentos”, do Relatório de Inflação de junho de 2019.

8/ Para mais detalhes, ver box “Choque no preço de carnes”, deste Relatório.

Gráfico 7 – Inflação de Alimentação no domicílio e IPCA
(acumulada em doze meses)



inflação para a meta, destacam-se principalmente os choques de oferta e, em menor medida, a inflação importada. Em sentido contrário, atuaram a inércia da inflação do ano anterior e as expectativas de inflação.

Referência

CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016). “Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014”, Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão nº 440.

Indicador de Condições Financeiras

As condições financeiras desempenham um papel crucial nos ciclos de negócios, refletindo não apenas a situação econômica atual, mas também as expectativas do mercado em relação ao estado futuro da economia. Elemento fundamental nesse tema é a ideia de que as decisões de oferta e demanda dos agentes econômicos são afetadas não somente pela taxa básica de juros, mas também por outras variáveis financeiras.

Este box¹ apresenta um Indicador de Condições Financeiras (ICF) para o Brasil com frequência diária, sendo tempestivo e mais informativo que indicadores financeiros mensais ou trimestrais propostos na literatura. O objetivo é construir um indicador que incorpore informações diárias sobre as condições gerais dos mercados financeiros, capturando tanto choques domésticos quanto externos, tendo como referência para construção sua capacidade de gerar informação sobre a atividade econômica futura.

A vasta literatura sobre os mecanismos de transmissão monetária é um ponto de partida natural para a compreensão de como as condições financeiras afetam o setor real da economia (e.g., Hatzius et al., 2010). Considerar somente a taxa de juros de política monetária não é suficiente para avaliar as condições financeiras da economia, que também são afetadas por outros fatores (como, por exemplo, preços de ativos além daqueles baseados em instrumentos de dívida pública).

Após a crise global de 2008, houve uma proliferação de indicadores financeiros na literatura² e em diversos bancos centrais.³ Apesar da grande variedade de metodologias, os ICFs geralmente possuem as seguintes características: (i) incluem variáveis relacionadas com a oferta ou demanda de instrumentos financeiros relevantes para a economia⁴; (ii) podem abranger desde poucas variáveis até centenas de séries; (iii) as variáveis são agregadas por meio de médias ponderadas ou via análise de componentes principais; e (iv) os ICFs são apresentados em termos de *z-score* (ou seja, com média zero e variância unitária).

O ICF apresentado neste box representa um aperfeiçoamento em relação ao proposto em Gaglianone e Areosa (2016), principalmente em relação aos seguintes aspectos: (i) frequência diária em vez de mensal; (ii) seleção de variáveis econômico-financeiras tendo em vista a atividade econômica futura e um peso relativo maior para variáveis externas; (iii) agrupamento das variáveis em sete grupos, em vez de cinco grupos; (iv) nova metodologia de construção do indicador, permitindo uma melhor interpretação da dinâmica do ICF em termos de suas variáveis constituintes; e (v) melhor capacidade preditiva do ICF em termos de atividade econômica futura.

A Tabela 1 apresenta as variáveis selecionadas na construção do ICF apresentado neste box. A metodologia proposta⁵ envolve as seguintes etapas: (i) remoção da tendência das séries dos grupos 4 até 7; (ii) padronização de todas as séries, de modo a apresentarem média zero e variância unitária; (iii) extração da primeira

1/ Resultados extraídos do estudo em andamento “A new Financial Conditions Indicator for Brazil using daily data”, conduzido por Wagner Piazza Gaglianone e Fernando Nascimento de Oliveira.

2/ Por exemplo, vide Beaton et al. (2009), Hatzius et al. (2010), Brave e Butters (2011), Gumata et al. (2012), Kara et al. (2012) e Aramonte et al. (2013). No caso do Brasil, vide Sales et al. (2012), Pereira da Silva et al. (2013) e Gaglianone e Areosa (2016).

3/ Por exemplo, no caso do *Bank of England*, vide Kapetanios et al. (2017), para o *Federal Reserve Bank of Chicago*, vide Brave e Kelley (2017), e para o *Banque de France*, vide Petronevich e Sahuc (2019).

4/ Por exemplo, preços e volumes de ativos (e.g., rendimentos de títulos do tesouro, *spreads*, volatilidades implícitas, retornos de ações), pesquisas de disponibilidade de crédito e grau de adequação patrimonial de instituições financeiras, dentre outras.

5/ Em grande parte, baseada em Brave e Butters (2011) e Aramonte et al. (2013).

componente principal de cada grupo de variáveis⁶; (iv) cálculo da média ponderada das referidas componentes principais utilizando os pesos da Tabela 1; e (v) definição do ICF como a média ponderada da etapa anterior, padronizada para apresentar média zero e variância unitária na amostra considerada.⁷ Os pesos apresentados provêm de regressões capturando a capacidade de os componentes principais de cada grupo trazerem informação sobre a variação futura do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br).⁸ A separação em grupos de variáveis permite interpretar melhor as fontes de movimentos no ICF. A convenção utilizada é de que crescimento no ICF significa condições financeiras mais restritivas.

Tabela 1 – Grupos, séries e pesos do ICF

Grupos	Nomes	Séries	Pesos
1	Juros Brasil	Taxas de juros (<i>Swap</i> Pré-DI) de 1 e 5 anos	0,34
2	Juros exterior	Taxas de juros dos EUA, Reino Unido, Alemanha e Japão (3 meses, 2 e 10 anos)	0,33
3	Risco	CDS Brasil (5 anos) e VIX	0,18
4	Moedas	<i>US dollar indexes</i> (desenvolvidos, emergentes), taxa de câmbio (R\$/US\$)	0,20
5	Petróleo	Cotações em US\$ do barril de petróleo (WTI e Brent)	0,23
6	<i>Commodities</i>	Índices de <i>commodities</i> CRB (<i>foodstuffs, metals</i>)	-0,13
7	Mercado de capitais	Índices de ações MSCI (desenvolvidos, emergentes) e Ibovespa	-0,15

O Gráfico 1 apresenta o indicador diário proposto e a taxa de juros Selic efetiva, enquanto que o Gráfico 2 mostra a decomposição do ICF mensal em termos de seus grupos de variáveis. O ICF tende a acompanhar os principais movimentos da taxa básica de juros, mas também apresenta movimentos próprios. Por exemplo, entre julho de 2015 e outubro de 2016, a taxa Selic ficou estável, mas o ICF cresceu de forma significativa em agosto e setembro de 2015 e reverteu entre fevereiro e abril de 2016, refletindo, em grande parte, os movimentos dos grupos Juros Brasil, Moedas e Risco; entre março de 2018 e julho de 2019, a taxa Selic permaneceu estável, mas o ICF teve rápida subida e reversão, refletindo, essencialmente, os movimentos dos grupos Juros Brasil, Moedas, Mercado de Capitais e Petróleo.

Pode-se observar ainda que o ICF atingiu seus mínimos históricos no início de 2020, constituindo-se em fator estimulativo na economia. Esse comportamento refletiu basicamente a política monetária doméstica estimulativa, o caráter acomodatório da política monetária nas principais economias (taxas de juros negativas, próximas de zero ou do seu mínimo histórico), o crescimento dos preços de ativos nos mercados de capitais e os baixos níveis de indicadores de risco. Mais recentemente, o estresse nos mercados financeiros decorrente do novo coronavírus fez com o que o ICF subisse de forma significativa.

O Gráfico 3 apresenta a evolução recente do ICF diário deste box e também o ICF construído alternativamente sem incluir o grupo Moedas. Historicamente, medidas de risco ajudam a compreender flutuações na taxa cambial, observando-se uma correlação positiva entre taxa de câmbio e risco em momentos de maior incerteza. Em 2019, entretanto, observou-se uma correlação invertida entre as duas variáveis, com redução das medidas

6/ De acordo com Hatzius et al. (2010), a construção do ICF a partir de componentes principais de séries padronizadas é um dos métodos mais comuns e eficientes para a elaboração de indicadores financeiros. Vide também Brave e Butters (2011) e Matheson (2012).

7/ Dado que os ICFs são geralmente construídos para medir se as condições financeiras estão mais (ou menos) restritivas em relação a padrões históricos.

8/ As regressões têm a taxa de variação em seis meses do IBC-Br como variável dependente. Como regressores, utilizam-se as primeiras componentes principais dos grupos, um intercepto e uma variável *dummy* para a crise global de 2008.

de risco e depreciação cambial. Como resultado, o ICF sem Moedas apresenta condições mais favoráveis entre meados de 2019 e o fim da amostra.

Gráfico 1 – ICF e Taxa Selic
(acumulada em doze meses)

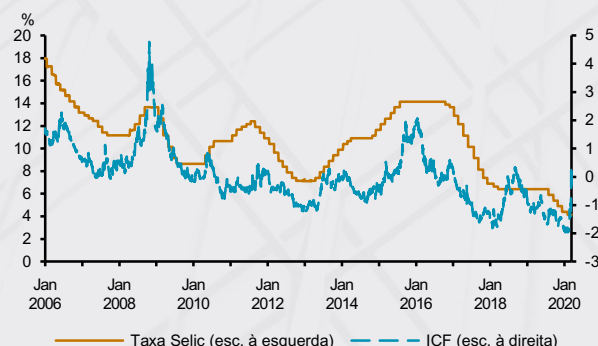


Gráfico 2 – Decomposição do ICF

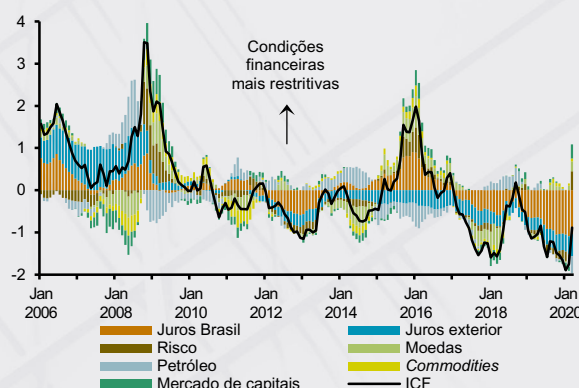
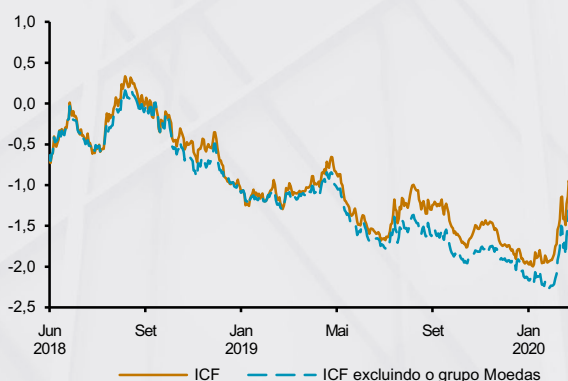


Gráfico 3 – ICF, com e sem o grupo Moedas



O ICF proposto apresenta diversas propriedades desejáveis num indicador financeiro (como, por exemplo, parcimônia⁹, tempestividade¹⁰ e inclusão de variáveis domésticas e externas¹¹) e pode ser usado como um indicador antecedente de atividade econômica. Nesse sentido, testes de causalidade de Granger não rejeitam a hipótese nula, aos níveis usuais de significância, de que a dinâmica do ICF proposto antecede temporalmente variações na taxa de crescimento real da economia brasileira, medida pelo IBC-Br mensal. Tal resultado pode ser corroborado por meio de exercícios de previsão da taxa de crescimento da atividade econômica, por exemplo, utilizando a abordagem de Hatzius et al. (2010), na qual os autores testam a capacidade de taxas de juros e ICFs na previsão de atividade econômica. Nesse contexto, utiliza-se o modelo econométrico abaixo, na frequência mensal, na qual os parâmetros são estimados para cada horizonte de projeção h considerado (*direct forecasts*):

$$y_{t+h} - y_t = \alpha + \beta \Delta y_t + \gamma \Delta x_t + \delta d_t + \varepsilon_{t+h}, \quad (1)$$

onde $y_t = \ln(\text{IBC-Br}_t)$ representa uma *proxy* de atividade econômica¹² (variável dependente), x_t representa um indicador financeiro (e.g., taxa de juros real ou ICF), Δ é o operador de primeira diferença, d_t é uma

9/ O número relativamente pequeno de grupos de variáveis que compõem o ICF permite analisar e decompor a dinâmica do indicador em termos de seus grupos constituintes.

10/ A frequência diária do ICF permite acompanhar a evolução das condições financeiras em tempo real, enquanto que indicadores mensais, em contrapartida, utilizam séries geralmente divulgadas com defasagens no tempo.

11/ Rey (2018) ressalta a importância das condições financeiras externas, principalmente dos EUA, em relação às condições financeiras domésticas, para explicar a dinâmica dos preços de ativos domésticos.

12/ Ajustada sazonalmente.

variável *dummy* para a crise financeira global de 2008 e ε_t é o resíduo da regressão.¹³ A Tabela 2 apresenta os resultados do referido exercício de projeção, em termos de REQM (Raiz do Erro Quadrático Médio) para seis especificações da equação (1), utilizando diferentes indicadores financeiros.

Tabela 2 – Raiz do Erro Quadrático Médio (REQM)^{1/}

Modelo	Indicador Financeiro (x_t)	Horizonte de projeção (meses)			
		3	6	9	12
1	ICF incluindo o grupo Moedas	0,02	0,07	0,10	0,19
2	ICF excluindo o grupo Moedas	0,03 (0,1)	0,09*** (0)	0,12*** (0)	0,24*** (0)
3	Ibovespa	0,03 (0,7)	0,17*** (0)	0,13** (0,04)	0,70*** (0)
4	Taxa de juros real (1 ano)	1,09*** (0)	2,16*** (0)	3,44*** (0)	8,69*** (0)
5	Taxa de juros real (5 anos)	0,76*** (0)	6,58*** (0)	6,21*** (0)	9,87*** (0)
6	ETTJ (taxa real 5 anos - taxa real 1 ano)	1,89*** (0)	2,79*** (0)	1,91*** (0,01)	3,84** (0,03)

1/ O Ibovespa é considerado em logaritmo. As taxas de juros real são séries da Anbima (ETTJ, IPCA) com maturidades de 1 e 5 anos.

O p-valor do teste de Diebold e Mariano (1995) encontra-se entre parênteses. *** e ** indicam, respectivamente, rejeição da hipótese nula de igual capacidade preditiva do modelo 1, em relação ao modelo considerado, a 1% e 5% de significância.

Em todos os horizontes de projeção considerados, o modelo econométrico incluindo o ICF com o grupo Moedas (modelo 1) apresenta o menor valor de REQM. Em particular, para um horizonte de projeção de um ano, a redução da REQM é de 73% na comparação com o modelo que utiliza o Ibovespa como indicador financeiro. O mencionado ganho de capacidade preditiva é estatisticamente significativo a 1% de significância, conforme o teste de Diebold e Mariano (1995). Em diversos outros casos, o ICF proposto apresenta uma capacidade preditiva superior, e estatisticamente significativa, em relação aos demais modelos com indicadores financeiros alternativos.

Em suma, este box propõe uma metodologia para a construção de um Indicador de Condições Financeiras diário para o Brasil. Tal indicador pode ser usado para monitorar de modo tempestivo as condições financeiras da economia e como um indicador antecedente de atividade econômica. Essa iniciativa faz parte do contínuo esforço de aprimoramento das ferramentas utilizadas pelo BCB, bem como de dar transparência às suas ações.

Referências

ARAMONTE, S., ROSEN, S. e SCHINDLER, J.W. (2013). “Assessing and Combining Financial Conditions Indexes”, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Paper 2013-39.

BEATON, K., LALONDE, R. e LUU, C. (2009). “A Financial Conditions Index for the United States”, Bank of Canada, Discussion Paper 09-11.

13/ No exercício de projeção, os parâmetros do modelo são estimados inicialmente, para cada horizonte $h=1, \dots, 12$ meses, com uma amostra desde janeiro/2006 até dezembro/2014. Com base nesses parâmetros, para cada horizonte h , são construídas projeções da atividade econômica para o período $t+h$. Adiciona-se, então, um novo período de observação das séries y_t , x_t e d_t e estimam-se novamente os modelos, recursivamente, repetindo-se os passos anteriores ao longo da amostra de avaliação das projeções, que abrange o período entre janeiro/2015 até dezembro/2019.

BRAVE, S. e BUTTERS, R.A. (2011). "Monitoring financial stability: a financial conditions index approach", Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, 22-43.

BRAVE, S. e KELLEY, D. (2017). "Introducing the Chicago Fed's New Adjusted National Financial Conditions Index", The Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter 386.

DIEBOLD, F.X. e MARIANO, R. (1995). "Comparing Predictive Accuracy", Journal of Business and Economic Statistics, 13, 253-265.

GAGLIANONE, W.P. e AREOSA, W.D. (2016). "Financial Conditions Indicators for Brazil", Banco Central do Brasil, Trabalho para Discussão 435.

GUMATA, N., NDOU, E. e KLEIN, N. (2012). "A Financial Conditions Index for South Africa", International Monetary Fund, IMF Working Papers 12/196.

HATZIUS, J., HOOPER, P., MISHKIN, F.S., SCHOENHOLTZ, K.L. e WATSON, M.W. (2010). "Financial Conditions Indexes: a Fresh Look after the Financial Crisis", NBER Working Papers, Discussion paper 16150.

KAPETANIOS, G., PRICE, S. e YOUNG, G. (2017). "A UK financial conditions index using targeted data reduction: forecasting and structural identification", Bank of England, Working Paper 699.

KARA, A.H., OZLU, P. e UNALMIS, D. (2012). "Financial Conditions Indices for the Turkish Economy", Central Bank of the Republic of Turkey, CBT Research Notes in Economics 2012-31.

MATHESON, T.D. (2012). "Financial conditions indexes for the United States and euro area", Economics Letters 115, 441-446.

PEREIRA DA SILVA, L.A., SALES, A.S. e GAGLIANONE, W.P. (2013). "Financial Stability in Brazil", Stability of The Financial System - Illusion or Feasible Concept? Ed. Dombret, A., Otto, L., Edward Elgar Publishing.

PETRONEVICH, A. e SAHUC, J-G. (2019). "A new Banque de France Financial Conditions Index for the euro area", Bulletin de la Banque de France, Economic research 223/1.

REY, H. (2018). "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", NBER Working Papers, Discussion paper 21162.

SALES, A.S., AREOSA, W.D. e AREOSA, M.B.M. (2012). "Some Financial Stability Indicators for Brazil", Banco Central do Brasil, Trabalho para Discussão 287.

Potência da política monetária

O Comitê de Política Monetária (Copom) tem enfatizado que as transformações recentes do mercado de crédito e capitais tendem a aumentar a potência da política monetária. Este box procura trazer algumas evidências nesse sentido por meio de dois exercícios conduzidos de forma independente. No primeiro, analisa-se a sensibilidade das taxas de juros de crédito a movimentos na taxa de juros Selic. No segundo, utiliza-se um modelo semiestrutural estimado com dois períodos amostrais diferentes para comparar a resposta da inflação a choques na taxa de juros.

Taxa de juros e composição do crédito

Um dos principais canais pelos quais a política monetária afeta os preços da economia é o crédito. Por esse canal, uma taxa de juros maior aumenta o custo dos empréstimos e financiamentos, desestimulando o consumo e o investimento. Esta seção avalia a evolução recente da composição do estoque do crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) e as diferentes sensibilidades à taxa de juros de política monetária.

A carteira de crédito concedido pelo sistema SFN pode ser dividida em dois grupos, segundo a origem dos recursos: direcionados ou livres. As taxas cobradas nos créditos com recursos direcionados são determinadas segundo políticas de governo, sendo pouco afetadas pelas taxas de juros de mercado. São, portanto, menos influenciadas pela política monetária. Exemplos desse tipo de financiamento são o crédito rural, os financiamentos imobiliários no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e as operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Gráfico 1 – Estoque de crédito por grupo de operações (percentual do PIB)

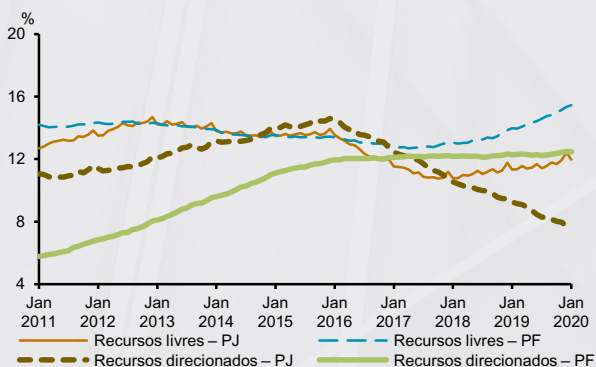
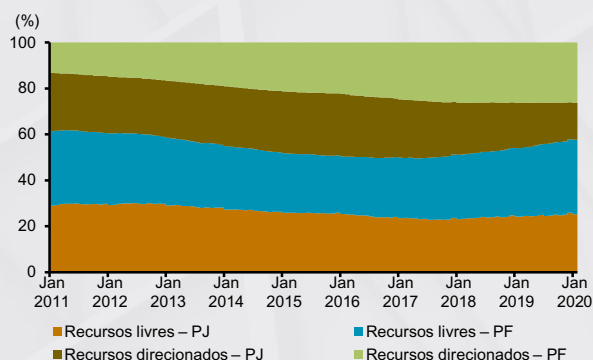


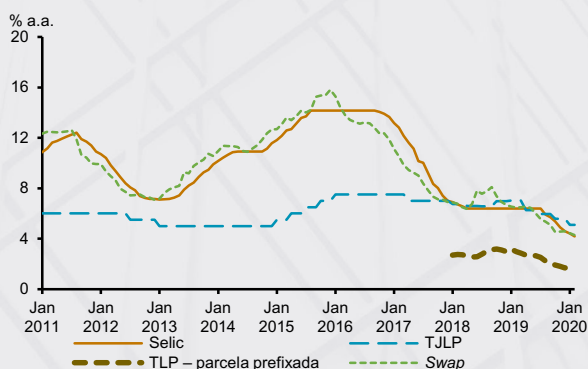
Gráfico 2 – Percentual da carteira de crédito por grupo de operações



Nos gráficos 1 e 2, pode-se perceber a diferença de padrão de comportamento antes e depois de 2015. Até 2015, o crédito com recursos direcionados crescia de forma acentuada, passando de 16,9% do PIB em dezembro de 2010 a 26,5% do PIB em dezembro de 2015. Sua participação no total de crédito bancário passou de 38,4% para 49,2% no mesmo período. Esse aumento no papel do crédito com recursos direcionados coincidiu com a política de fixação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) em níveis praticamente estáveis, sem responder aos movimentos da taxa de juros de política monetária, a taxa Selic, como pode ser observado no Gráfico 3. Dessa forma, o canal de transmissão da política monetária por meio do seu efeito no custo do crédito estava parcialmente inoperante.

Nos últimos anos, o crédito bancário passou por duas alterações que tendem a aumentar a potência da política monetária: maior participação do crédito com recursos livres no crédito total e mudança na taxa de juros utilizada nas concessões do BNDES. No mesmo sentido, atuou a alteração na forma de remuneração dos depósitos de poupança.

Gráfico 3 – Taxas de juros Selic, TJLP, TLP (parcela prefixada) e Swap pré-DI 360 dias



De dezembro de 2015 a dezembro de 2019, o saldo de operações com recursos direcionados caiu de R\$1.588,3 bilhões para R\$1.464,6 bilhões, representando uma queda como proporção do PIB de 26,5% para 20,2%. A participação relativa no total de crédito passou de 49,2% para 42,1%. Isso refletiu principalmente a forte retração do volume de operações realizadas pelo BNDES, resultando em uma diminuição de 36,4% no saldo de suas operações de crédito. Em sentido inverso à queda nas operações com crédito direcionado para pessoas jurídicas, observa-se aumento do crédito com recursos livres e maior papel desempenhado pelo mercado de capitais, em especial pela emissão de títulos. O Gráfico 4 mostra o significativo crescimento deste mercado, cujas taxas de juros são definidas livremente, e, portanto, refletem as condições monetárias vigentes determinadas pela política monetária¹. No mesmo sentido, o estoque de crédito ampliado² também apresentou trajetória de elevação no período recente (Gráfico 5), o que tende a dilatar o canal de transmissão da política monetária.

Gráfico 4 – Estoque de títulos de dívida privados

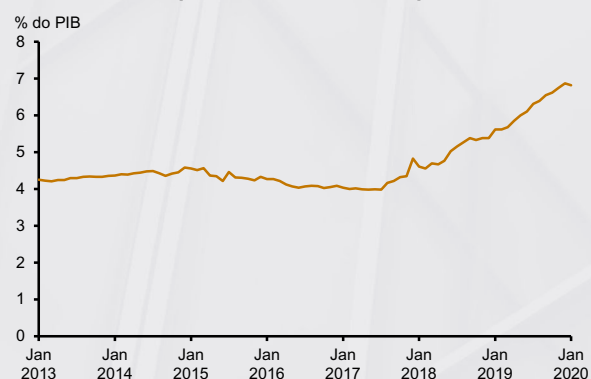
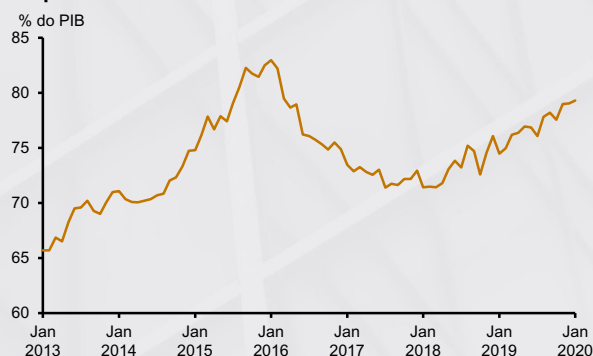


Gráfico 5 – Estoque de crédito ampliado concedido a empresas e famílias



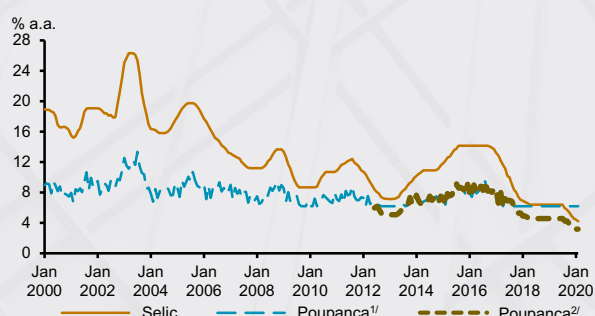
Concomitantemente, ocorreu uma alteração na precificação dos financiamentos do BNDES, por meio da Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017. A partir de janeiro de 2018, as operações contratadas com o banco passaram a ser remuneradas pela Taxa de Longo Prazo (TLP), composta pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e por uma taxa de juros prefixada, estabelecida em cada operação. Esta última, por sua vez, corresponde à média aritmética simples das taxas relativas aos vértices de cinco anos da estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional, Série B (NTN-B), apuradas diariamente,

1/ As taxas de juros refletem, além das condições monetárias vigentes, os diferentes riscos associados a cada empresa, entre outros fatores.
2/ O crédito ampliado é composto por empréstimos e financiamentos, títulos de dívida e operações de dívida externa.

dos três meses que antecedem a sua definição.³ Pelo Gráfico 3, percebe-se que a parcela prefixada da TLP tem acompanhado o processo de flexibilização das condições monetárias.

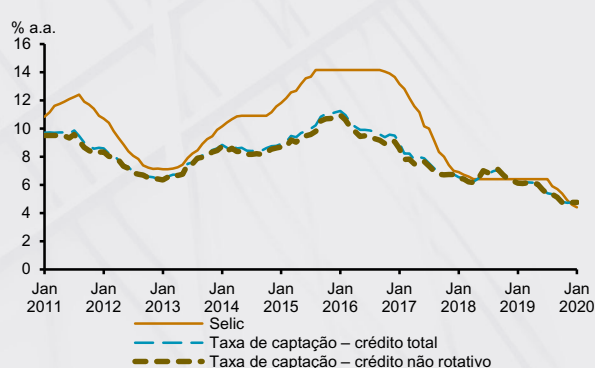
Do ponto de vista de aplicação financeira dos agentes, a mudança na forma de remuneração dos depósitos de poupança em 2012 fez com que essa remuneração passasse a ser diretamente sensível ao comportamento da taxa Selic quando essa é igual ou inferior a 8,5%⁴, que é exatamente o contexto atual, de Selic historicamente baixa. Pelo Gráfico 6, percebe-se o aumento da aderência dos movimentos da remuneração da poupança aos movimentos da Selic. No mesmo sentido, observando o Gráfico 7, percebe-se que, no período mais recente, a taxa média de captação das operações de crédito tem seguido de maneira muito próxima o movimento da taxa Selic.

Gráfico 6 – Taxas de juros Selic e remuneração da caderneta de poupança



1/ Remuneração de depósitos efetuados até 3.5.2012.
2/ Remuneração de depósitos efetuados a partir de 4.5.2012.

Gráfico 7 – Taxas de juros Selic e taxa de captação das operações de crédito



Para avaliar a sensibilidade das taxas de juros incidentes sobre os diferentes grupos de operações de crédito a alterações da taxa de juros básica, foram estimados modelos econométricos que buscam capturar essas relações. As operações foram segmentadas por origem de recursos, livres ou direcionados, e por tipo de tomador, pessoas físicas (PF) ou pessoas jurídicas (PJ). No caso de operações com recursos livres para PF, também foi utilizada a desagregação referente ao crédito não rotativo.⁵ Foram utilizados dados mensais, com amostra a partir de março de 2011.

Seguindo Espinosa-Vega e Rebucci (2003) e Minella e Souza-Sobrinho (2009), para cada grupo de operações de crédito foi estimado um modelo com correção de erros relacionando a taxa de juros r_t desse grupo à taxa de juros básica r^s :

$$\Delta r_{it} = \alpha_0 TCE_{it} + \beta_0 \Delta r_t^s + \sum_{k=1}^K \gamma_k \Delta r_{it-k} + \varepsilon_{it},$$

onde o termo de correção de erros (TCE) é dado por

$$TCE_{it} = r_{it-1} - \alpha_1 - \alpha_2 r_{t-1}^s - \alpha_3 t.$$

Os coeficientes de interesse são: α_0 , que mede a velocidade de ajuste no longo prazo (LP); β_0 , que mede o repasse de curto prazo (CP); e α_2 , que mede o repasse de LP.

3/ Regulamentada pela Resolução nº 4.600 do CMN, de 25 de setembro de 2017. Nos primeiros cinco anos de vigência da TLP, incide ainda um fator de ajuste na definição do valor da parcela prefixada da TLP.

4/ Pela Medida Provisória nº 567, de 3.5.2012 (convertida na Lei nº 12.703), os novos depósitos de poupança passaram a ser remunerados a 70% da taxa Selic mais a Taxa Referencial (TR) quando a Selic é igual ou inferior a 8,5% a.a., permanecendo a remuneração de 0,5% a.m. mais TR quando a Selic for superior a 8,5%. O estoque total dos depósitos de poupança efetuados até 3.5.2012, que possuem remuneração pela regra anterior à Medida Provisória, correspondia a cerca de 17% dos depósitos totais de poupança em 31.12.2019.

5/ O crédito não rotativo exclui operações de cheque especial e cartão de crédito rotativo, que, por suas características, possuem taxas de juros muito acima das demais operações com recursos livres.

Tabela 1 – Resultados das estimações – modelo com correção de erros

Coeficiente de interesse	Recursos livres			Recursos direcionados	
	PF	PF-não rotativo	PJ	PF	PJ
α_0	-0,10*** (0,03)	-0,09** (0,04)	-0,16*** (0,04)	-0,19** (0,08)	-0,12*** (0,05)
α_2	2,78*** (0,33)	1,63*** (0,35)	1,26*** (0,08)	0,42*** (0,05)	0,70*** (0,19)
β_0	0,98*** (0,19)	0,91*** (0,2)	0,70*** (0,1)	0,29*** (0,1)	-0,1 (0,16)
Defasagem k	-	4	1, 2	1	1
R ² ajustado	0,51	0,38	0,50	0,32	0,18
LM ₆	5,91 [0,43]	3,97 [0,68]	7,45 [0,28]	5,02 [0,54]	7,27 [0,30]
Teste: $\alpha_2 \leq 1$	5,36 [0,00]	1,78 [0,04]	3,06 [0,00]	-12,56 [1,00]	-1,54 [0,94]

*, **, *** Significante a 10%, 5%, and 1%, respectivamente.

Erros padrão (Newey-West) entre parênteses.

LM₆ é a estatística do teste do multiplicador de Lagrange de Breusch-Godfrey para autocorrelação nos resíduos até ordem seis. P-valores entre colchetes.

Teste representa a estatística t de um teste de restrições de coeficientes. P-valores entre colchetes.

A Tabela 1 apresenta os resultados para cinco grupos de operações de crédito⁶. Os coeficientes têm o sinal esperado e são, em sua maioria, estatisticamente significativos. Observa-se que as estimativas pontuais dos coeficientes de repasse de CP e LP no caso de recursos livres são superiores às obtidas no caso de recursos direcionados.

As estimativas dos coeficientes de CP (β_0) para recursos livres estão entre 0,70 e 0,98. No caso de recursos direcionados, a estimativa foi de 0,29 para pessoas físicas e não foi estatisticamente diferente de zero no caso de pessoas jurídicas, o que corrobora o argumento anterior de que esse último seja efetivamente insensível às variações contemporâneas da taxa de juros básica.

As estimativas pontuais dos coeficientes de LP (α_2) encontram-se no intervalo de 1,26 a 2,78, no caso de recursos livres, e de 0,42 a 0,70, no caso de direcionados, o que também sugere uma maior sensibilidade das taxas do crédito com recursos livres à taxa Selic.

Sobre a magnitude absoluta do repasse da Selic ao custo do crédito com recursos livres, não há evidência estatística de que os coeficientes de CP para PF sejam diferentes de um, usando o teste de Wald. Já no caso de PJ, há evidência de que ele seja inferior a um, mas significativamente diferente de zero. Ou seja, não se pode rejeitar a hipótese de que há repasse total da taxa Selic no curto prazo para pessoas físicas, enquanto há evidência de que esse repasse seja apenas parcial para pessoas jurídicas. No caso dos coeficientes de LP, pode-se rejeitar a hipótese de que o repasse seja apenas parcial para todos os grupos de crédito livre analisados.

No caso de recursos direcionados, no curto prazo não há evidência de um repasse total para pessoas físicas, e não se pode descartar a hipótese de ausência de repasse para pessoas jurídicas, uma vez que o coeficiente de repasse de CP para PF é estatisticamente diferente de zero, mas estatisticamente inferior a um, e o repasse de CP para PJ não é estatisticamente diferente de zero. No LP, também não há evidência suficiente para sustentar a hipótese de um repasse integral da taxa Selic, para PF ou PJ: em nenhum dos casos é possível rejeitar a hipótese de que o coeficiente seja inferior a um.

Resultados semelhantes são obtidos quando se estimam as relações acima usando somente as variáveis em nível, usando a seguinte equação:

6/ Como testes de robustez, também foram estimadas especificações contendo também as taxas de inadimplência de cada grupo de operações ou a taxa de desemprego como variáveis de controle no termo de correção de erros, e os resultados foram qualitativamente similares aos encontrados com as especificações da Tabela 1.

$$r_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 r_t^S + \alpha_3 t + \sum_{k=1}^K \gamma_k r_{it-k} + \varepsilon_{it}.$$

Os coeficientes estimados referentes à resposta da taxa de juros de crédito à taxa Selic nas equações de crédito com recursos livres são superiores às obtidas nas com recursos direcionados (Tabela 2).

Tabela 2 – Resultados das estimações – modelo em nível

Coeficiente de interesse	Recursos livres			Recursos direcionados	
	PF	PF-não rotativo	PJ	PF	PJ
α_2	0,39*** (0,04)	0,18*** (0,03)	0,25*** (0,05)	0,10*** (0,02)	0,08*** (0,01)
LM ₆	6,68 [0,35]	9,58 [0,14]	7,68 [0,26]	7,12 [0,31]	8,52 [0,20]

*** Significante a 1%.

Erros padrão (Newey-West) entre parênteses. P-valores entre colchetes.

LM₆ é a estatística do teste do multiplicador de Lagrange de Breusch-Godfrey para autocorrelação nos resíduos até ordem seis.

Dessa forma, as estimações sugerem que as taxas de juros incidentes nas operações de crédito com recursos livres são mais sensíveis às variações na taxa básica de juros que as taxas incidentes em operações de crédito com recursos direcionados.

Resultados utilizando um modelo semiestrutural

Uma segunda abordagem para avaliar possíveis mudanças na transmissão da política monetária é lançar mão de modelos econométricos estimados com amostras diferentes. Se alguma mudança na potência da política monetária ocorreu recentemente, esperaríamos que um modelo estimado com uma amostra mais recente apresentasse comportamento distinto do mesmo modelo estimado com uma amostra se encerrando em um período mais afastado no passado. Um aumento do poder de política monetária deveria gerar uma resposta mais intensa da atividade e dos preços à política monetária na estimação que incorpora dados mais recentes.

Para realizar esse exercício, foi utilizado um modelo econômico semiestrutural composto por quatro equações principais:

- Uma regra de Taylor, que associa a condução da política monetária a desvios das expectativas de inflação em relação à meta, acrescida de uma dinâmica com inércia da taxa de juros básica;
- Uma curva IS que explica as oscilações do hiato do produto a partir da taxa de juros real *ex-ante* de 360 dias, de indicadores de incerteza do mercado, da demanda mundial, do resultado líquido das contas do governo e de outros fatores;
- Uma curva de Phillips relacionando a inflação de preços livres ao hiato do produto, inflação passada, expectativa de inflação futura, taxa de câmbio, preços de *commodities*, clima e outros fatores;
- Uma equação de paridade descoberta de taxa de juros, associando variações da taxa de câmbio a variações das taxas de juros básica.

O modelo compreende também outras equações descrevendo o comportamento de variáveis auxiliares, tais como preços administrados, *commodities*, clima e variáveis externas.

O modelo foi implementado num arcabouço de espaço de estados e estimado por métodos bayesianos, utilizando amostras com dois cortes distintos. A primeira amostra, mais longa, compreende o período de 2003T4 a 2019T4. A escolha da data inicial procurou descartar as crises ocorridas entre 1999 e as eleições de 2002, caracterizadas por oscilações fortes nas variáveis econômicas – câmbio, juros, etc. – que não condizem com o regime mais estável que passou a vigorar a partir de 2003. Partindo-se da hipótese de que a alteração da potência da política monetária tenha ocorrido por conta de mudanças estruturais recentes, estipulou-se

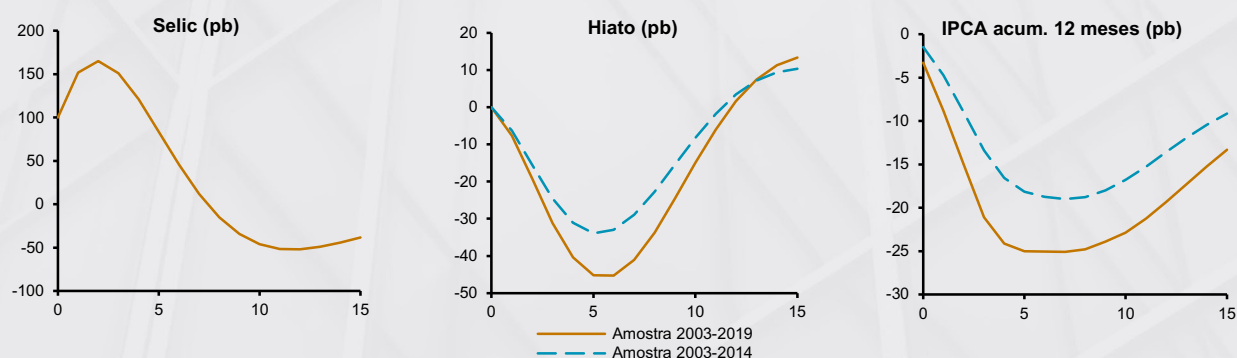
um segundo corte de amostra, que vai de 2003T4 a 2014T4, removendo os últimos cinco anos da primeira amostra. A escolha do período de cinco anos de corte foi feita considerando a necessidade de remover dados o suficiente da amostra original para gerar impacto relevante na estimação, mas sem ultrapassar o período de início de mudanças na transmissão da política monetária.

A estimação foi feita empregando métodos bayesianos, usando as mesmas *priors* e tratamentos de dados nos dois casos. Em ambos os casos foram rodadas duas cadeias de Markov via Monte Carlo (MCMC) com 1 milhão de iterações, para garantir a convergência das estimações. Comparando-se as distribuições posteriores obtidas para os parâmetros, observa-se que o hiato do produto apresenta elasticidade aos juros superior na estimação com amostra mais recente. O mesmo pode ser dito sobre a sensibilidade da taxa de câmbio à taxa Selic. Em particular, é interessante notar também que, com a amostra truncada em 2014T4, as equações do modelo para preços de derivados de petróleo – notadamente gasolina – apresentam baixa sensibilidade ao câmbio ou à cotação internacional de petróleo, reflexo da política de preços em vigor à época. Na estimação com amostra mais recente, a elasticidade do preço dos derivados a câmbio e petróleo internacional é maior, e como o câmbio é influenciado pela taxa de juros, abriu-se um canal de transmissão via preços de derivados de petróleo anteriormente obstruído.

Para ilustrar as diferenças na potência da política monetária, os dois modelos foram submetidos a um mesmo choque de juros e observaram-se as trajetórias do hiato do produto e do IPCA, apresentadas no Gráfico 8. Nesse exercício, para facilitar a comparação, impôs-se uma mesma trajetória de juros para os dois modelos, correspondente à resposta a impulso do modelo com a amostra maior.

A resposta do hiato do produto à taxa de juros é mais acentuada na estimação com amostra mais recente, e isso se reflete na respectiva resposta da inflação ao choque de juros.

Gráfico 8 – IRFs de choque de juros utilizando modelo semiestrutural



É importante ressaltar que, pela natureza recente do evento estudado, os resultados acima apresentados são preliminares. À medida que o tamanho da amostra sob o novo regime macroeconômico se alongar, será mais fácil realizar a comparação entre os dois períodos.

Considerações finais

Este box destacou a redução da participação dos recursos direcionados no crédito do SFN, especialmente para pessoas jurídicas, e as mudanças na definição das taxas de juros de empréstimos do BNDES e da remuneração dos depósitos de poupança.

Apresentou evidências econométricas de que as taxas de juros dos créditos com recursos livres são mais sensíveis às variações na taxa de juros básica que as com recursos direcionados. Assim, tais transformações na intermediação financeira e no mercado de crédito tendem a aumentar a potência da política monetária.

No mesmo sentido, a evidência preliminar trazida por modelo semiestrutural é compatível com a hipótese de mudança na transmissão da política monetária, sugerindo que a sensibilidade da inflação a variações da Selic aumentou no período mais recente.

Referências

ESPINOSA-VEGA, M. A. e REBUCCI, A. (2003). "Retail Bank Interest Rate Pass-Through: Is Chile Atypical?", IMF Working Paper nº 03/112.

MINELLA, A. e SOUZA-SOBRINHO, N. F. (2009). "Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Model", Banco Central do Brasil, Trabalho para Discussão nº 181.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Roberto Oliveira Campos Neto
Presidente

Bruno Serra Fernandes
Diretor de Política Monetária

Carolina de Assis Barros
Diretora de Administração

Fabio Kanczuk
Diretor de Política Econômica

Fernanda Nechio
Diretora de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

João Manoel Pinho de Mello
Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

Maurício Costa de Moura
Diretor de Relacionamento Institucional e Cidadania

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor de Regulação

Paulo Sérgio Neves de Souza
Diretor de Fiscalização

Membros do Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Roberto Oliveira Campos Neto

Diretor

Bruno Serra Fernandes

Diretora

Carolina de Assis Barros

Diretor

Fabio Kanczuk

Diretora

Fernanda Nechio

Diretor

João Manoel Pinho de Mello

Diretor

Maurício Costa de Moura

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Paulo Sérgio Neves de Souza

Departamentos cujos chefes são responsáveis por apresentações técnicas nas reuniões do Copom (Circular nº 3.868/2017)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

Fabia Aparecida de Carvalho

Departamento Econômico – Depec

Tulio José Lenti Maciel

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

André Minella

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Flávio Túlio Vilela

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

Alan da Silva Andrade Mendes

Siglas

a .a.	Ao ano
ABCR	Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias
Abras	Associação Brasileira de Supermercados
ACPConservação	Adicional de Conservação de Capital Principal
Anbima	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BNDÉS	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BoJ	Banco do Japão
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
Cepea	Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada
CMN	Conselho Monetário Nacional
Copom	Comitê de Política Monetária
COVID-19	Doença Coronavírus
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DO	Demais operações de financiamento
DPVAT	Seguro Obrigatório de Danos Pessoais Causados por Veículos Automotores de Via Terrestre
DSTAT	Departamento de Estatísticas
ESALQ	Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz
ETF	<i>Exchange-traded funds</i>
EUA	Estados Unidos da América
FAO	Organização das Nações Unidas para a Alimentação e a Agricultura
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FBCF	Formação bruta de capital fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibre	Instituto Brasileiro de Economia
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Indicador de Custo do Crédito
ICC	Índice de Confiança do Consumidor

ICF	Indicador de Condições Financeiras
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
ICVA	Índice Cielo de Varejo Ampliado
IDP	Investimentos Diretos no País
IEA	Instituto de Economia Agrícola
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA-10	Índice de Preços ao Produtor Amplo – 10
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
JGB	Títulos do Governo Japonês
LCR	Liquidez de Curto Prazo
MBS	Ativos Lastreados em Hipotecas
ME	Ministério da Economia
MM3M	Média Móvel 3 Meses
NTN-B	Nota do Tesouro Nacional – Série B
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
OMS	Organização Mundial de Saúde
OPI	Operações intercompanhia
p.p.	Pontos percentuais
Pasep	Programa de Formação de Patrimônio do Servidor Público
PCE	Deflator dos gastos com consumo
PF	Pessoa física
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PJ	Pessoa jurídica
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
Proger	Programas de Geração de Emprego e Renda
PTC	Pesquisa Trimestral sobre Condições de Crédito
REQM	Raiz do Erro Quadrático Médio
RI	Relatório de Inflação
Secex	Secretaria de Comércio Exterior
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SUS	Sistema Único de Saúde
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	Taxa de Longo Prazo
TR	Taxa Referencial
USDA	Departamento de Agricultura dos Estados Unidos

