

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 Conselho Monetário Nacional (CMN).

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom realizada em 16 e 17.6.2020 (231ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo BCB, a data de corte é 12.6.2020, 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 maio, a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, situou-se 1,00 p.p. abaixo do cenário básico apresentado no Relatório de Inflação anterior (Tabela 2.1). Essa foi a maior surpresa já registrada nas projeções de curto prazo desde que o BCB passou a divulgá-las¹⁹, refletindo a grande incerteza que havia na data de corte daquele Relatório. Surpresa semelhante pode ser observada nas projeções coletadas pela pesquisa Focus naquela ocasião.²⁰

Para a surpresa desinflacionária no período podem ser mencionados como principais fatores: (i) queda significativa do preço dos combustíveis, sob influência do comportamento dos preços internacionais de petróleo e da menor demanda doméstica; (ii) forte recuo dos preços de passagem aérea, refletindo choque na demanda por viagens; e (iii) postergação de reajustes de preços administrados, tais como produtos farmacêuticos, tarifas de ônibus, energia elétrica residencial e taxa de água e esgoto.

Como parte da queda do preço internacional do petróleo foi revertida em maio e junho, o cenário básico do Copom para os meses de junho, julho e agosto considera alta relevante dos preços dos combustíveis. Considera, também, a ocorrência de reajustes de preços administrados que foram postergados. As projeções de curto prazo assinalam variações de 0,22%, 0,43% e 0,22% para o IPCA nos meses de junho, julho e agosto, respectivamente (Tabela 2.2). Caso se confirmem, a alta de 0,87% no trimestre implicará aumento da inflação acumulada em doze meses, de 1,88% em maio para 2,45% em agosto. Ressalte-se que essas projeções estão

Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	2020					Variação %
	Mar	Abr	Mai	No trim.	12 meses até mai.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,15	0,21	0,02	0,38	2,90	
IPCA observado	0,07	-0,31	-0,38	-0,62	1,88	
Surpresa	-0,08	-0,52	-0,40	-1,00	-1,02	

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de março de 2020.

Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo

	2020					Variação %
	Jun	Jul	Ago	No trim.	12 meses até ago.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,22	0,43	0,22	0,87	2,45	

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte.

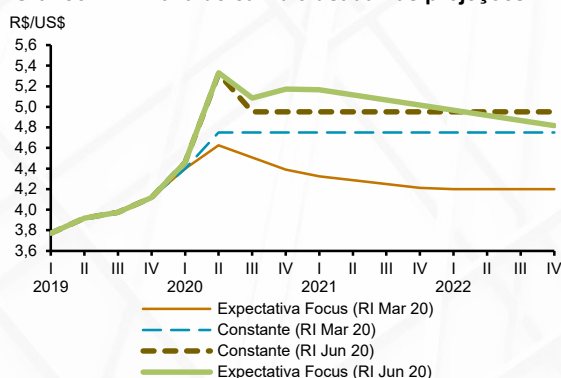
19/ A primeira divulgação se deu no Relatório de Inflação de setembro de 2016.

20/ A mediana da inflação acumulada em março, abril e maio projetada pelos participantes do Focus em 13.3.2020 foi 0,60%. A menor projeção para a inflação acumulada nesses meses situava-se em 0,12% e a maior em 1,32%.

mais uma vez sujeitas a grau excepcional de incerteza, tendo em vista a alta volatilidade dos determinantes externos e as dúvidas em relação ao ritmo de reabertura da economia. Em particular, a não reabertura das escolas até agosto pode ter efeito significativo sobre a inflação realizada no trimestre e no ano.²¹

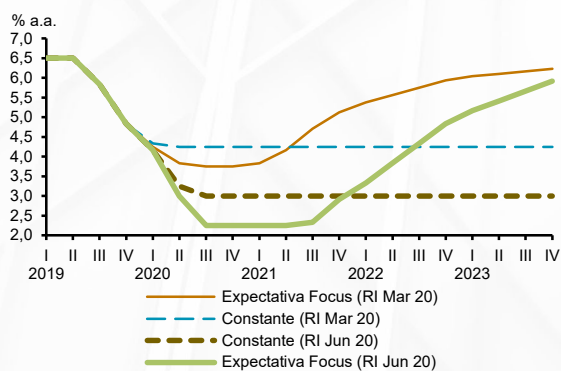
2.2 Projeções condicionais

Gráfico 2.1 – Taxa de câmbio usada nas projeções



O valor da taxa de câmbio utilizado nos cenários que supõem trajetória constante para essa variável é de R\$4,95/US\$²², acima do valor de R\$4,75/US\$ do Relatório de Inflação de março de 2020 (Gráfico 2.1). A mediana das expectativas para a taxa de câmbio para os finais de ano, extraídas da pesquisa Focus de 12.6.2020, é de depreciação para o restante de 2020 e apreciação para 2021 e 2022. Nessa trajetória, a taxa de câmbio termina 2020 em R\$5,20/US\$ e cai para R\$5,00/US\$ no final de 2021 e R\$4,80/US\$ no final de 2022.

Gráfico 2.2 – Meta da taxa Selic usada nas projeções



No caso da taxa Selic, na comparação com o Relatório de março, o valor suposto nos cenários que utilizam taxa constante reduziu-se de 4,25% a.a. para 3,00% 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 de 360 dias, depois de atingir um mínimo no segundo trimestre de 2020, termina o ano em patamares mais elevados, ficando relativamente estável a partir de então.

A mediana das expectativas para a taxa Selic extraídas da pesquisa Focus de 12.6.2020 é de queda de 0,75 p.p. na reunião do Copom de junho, chegando então a 2,25% a.a., e permanece nesse patamar até setembro de 2021, quando inicia trajetória ascendente, chegando a 3,00% a.a. no final de 2021, 5,00% a.a. no final de 2022 e 6,00% a.a. no final de 2023²³. Na comparação entre as pesquisas de 13.3.2020

21/ A metodologia do IPCA para cursos regulares prevê coletas em fevereiro e agosto na maior parte das regiões metropolitanas. Por isso, descontos concedidos por algumas escolas durante a pandemia não foram mensurados no IPCA até o momento. Podem sê-lo caso as escolas permaneçam fechadas em agosto. Nessa situação, porém, considerando a hipótese de que as escolas reabram em algum momento do segundo semestre e os descontos por conseguinte se revertam, o IPCA não capturaria a volta dos preços à normalidade ainda neste ano.

22/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

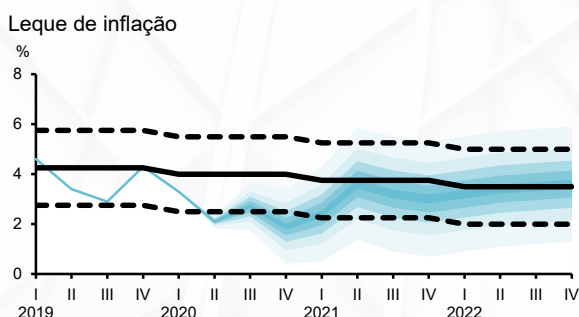
23/ Como descrito no box “Modelo agregado de pequeno porte – 2017” (Relatório de Inflação de junho de 2017), a trajetória da taxa do *swap* pré-DI de 360 dias depende da trajetória da taxa Selic usada como condicionante para o mesmo período e da trajetória do prêmio (diferença entre a taxa do *swap* 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 2.3 – 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	II		2,1	2,1	2,1	2,1
2020	III		2,7	3,0	2,7	3,0
2020	IV	4,00	1,9	2,4	2,0	2,3
2021	I		2,4	3,0	2,5	2,9
2021	II		3,6	4,1	3,7	4,0
2021	III		3,2	3,5	3,3	3,3
2021	IV	3,75	3,0	3,2	3,2	3,0
2022	I		3,2	3,2	3,3	3,1
2022	II		3,4	3,3	3,5	3,2
2022	III		3,5	3,2	3,5	3,3
2022	IV	3,50	3,6	3,2	3,5	3,3

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

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



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

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

Projeção central e intervalos de probabilidade

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

e 12.6.2020, a taxa Selic é mais baixa em todo o horizonte considerado (Gráfico 2.2). 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, depois de atingir um mínimo no terceiro trimestre de 2020, entra em trajetória ascendente ao longo de todo horizonte de projeção restante.

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 observado de 3,3% no primeiro trimestre de 2020, termina 2020 ao redor de 1,9%, subindo para 3,0% em 2021 e 3,6% em 2022 (Tabela 2.3, Gráfico 2.3 e Tabela 2.4). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 1,3% para 2020 e 3,8% para 2021 e 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 próximas de 0% e ao redor de 75%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 5% para o limite superior e 30% para o limite inferior e, para 2022, os valores são de 16% e 13%, respectivamente.

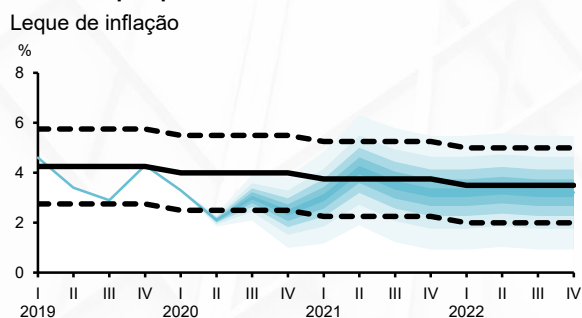
Na comparação com o Relatório de Inflação de março de 2020 (Tabela 2.5), as projeções de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes caíram em todo o horizonte de projeção (1,1 p.p., 0,6 p.p. e 0,2 p.p. em 2020, 2021 e 2022, respectivamente). A queda nas projeções decorre basicamente dos

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

Ano	Trim.	RI de março	RI de junho
2020	II	3,2	2,1
2020	III	3,5	2,7
2020	IV	3,0	1,9
2021	I	3,5	2,4
2021	II	3,8	3,6
2021	III	3,8	3,2
2021	IV	3,6	3,0
2022	I	3,6	3,2
2022	II	3,7	3,4
2022	III	3,7	3,5
2022	IV	3,8	3,6

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

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



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	II	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
2020	III	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2020	IV	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5	2,7	3,0
2021	I	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,4	3,8
2021	II	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0
2021	III	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
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	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2022	III	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1

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

efeitos da crise causada pela pandemia da Covid-19. Os efeitos foram extremamente significativos e maiores que o previsto no trimestre encerrado em maio, com deflação acumulada de 0,62% (Tabela 2.1), especialmente afetada pela queda do preço de petróleo. A crise da Covid-19 produziu queda mais acentuada do que esperada na demanda agregada, ocasionada pela significativa elevação da incerteza, forte desaceleração global e, principalmente, por fatores específicos da crise, como a redução da demanda por serviços. As projeções foram ainda impactadas pelas quedas nas expectativas de inflação para 2020 e 2021, também associadas à crise da pandemia. No sentido de aumentar as projeções de inflação, contribuíram a depreciação cambial (compensada apenas parcialmente pelo movimento recente de apreciação), o valor mais baixo da taxa Selic considerado e as medidas fiscais contracíclicas.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em maio (230ª reunião), houve redução de aproximadamente 0,4 p.p. para 2020 e 0,2 p.p. para 2021 (ver Ata da 230ª reunião). Os fatores principais foram a atividade econômica mais baixa do que esperada, a queda nas expectativas de inflação e a apreciação cambial recente. No sentido de aumentar as projeções, contribuíram o nível mais baixo da Selic utilizado, a elevação dos preços das *commodities* e o aumento do caráter expansionista da política fiscal.

No cenário com taxas Selic e de câmbio da pesquisa Focus, a projeção central indica que a inflação finaliza 2020 em torno de 2,4% e sobe para cerca de 3,2% em 2021 e 2022 (Gráfico 2.4 e Tabela 2.6). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 2,0% para 2020, 3,7% para 2021 e 3,4% 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 55%, 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 10% e 19%, respectivamente.

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de março de 2020 (Tabela 2.7), a projeção caiu em cerca de 0,2 p.p. para 2020, ficou estável para 2021 e caiu 0,1 p.p. para 2022. Nesse cenário, as reduções nas projeções foram menores do que no cenário com Selic e câmbio constantes principalmente pelo

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

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

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

fato de a trajetória de câmbio da pesquisa Focus ter subido mais do que a elevação observada no cenário com câmbio constante (Gráfico 2.1).

Na comparação com o cenário com Selic e câmbio constantes, as projeções de inflação do cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus são superiores entre o terceiro trimestre de 2020 e o quarto trimestre de 2021 e inferiores a partir do segundo trimestre de 2022. Na pesquisa Focus, a trajetória da Selic mais baixa que a do cenário com Selic constante até o quarto trimestre de 2021 pressiona a inflação para cima e, depois, a trajetória mais alta contribui para uma inflação mais baixa. No caso da taxa de câmbio da pesquisa Focus, os valores em 2020 superiores aos da taxa de câmbio constante pressionam a inflação para cima, juntando-se ao efeito da Selic mais baixa. Depois, a trajetória de apreciação cambial contribui para uma inflação menor.

No cenário híbrido com câmbio constante e taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, as projeções de inflação são de cerca de 2,0% para 2020, 3,2% para 2021 e 3,5% para 2022 (Tabela 2.8). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 1,3% para 2020 e 3,8% para 2021 e 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 72%, 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 14% para ambos os limites.

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

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

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de março de 2020, a projeção caiu para 2020 e 2021 (1,0 p.p. e 0,4 p.p., respectivamente) e ficou 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 março.

Entre o quarto trimestre de 2020 e o segundo trimestre de 2022, 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 quarto trimestre de 2021. No último trimestre de 2022, entretanto, a projeção de inflação é mais baixa, refletindo os efeitos da trajetória mais alta para a Selic da pesquisa Focus a partir do primeiro trimestre de 2022.

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

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

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em maio (230ª reunião), houve redução de aproximadamente 0,4 p.p. para 2020 e 0,2 p.p. para 2021 (ver Ata da 230ª 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 2,3%, 3,0% e 3,3% para 2020, 2021 e 2022, respectivamente (Tabela 2.9).

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

No cenário externo, a pandemia da Covid-19 continua provocando uma desaceleração significativa do crescimento global. Nesse contexto, apesar da provisão adicional de estímulos fiscal e monetário pelas principais economias e de alguma moderação na volatilidade dos ativos financeiros, o ambiente para as economias emergentes segue desafiador.

Em relação à atividade econômica, a divulgação do PIB do primeiro trimestre confirmou a sua maior queda desde 2015, refletindo os efeitos iniciais da pandemia. Indicadores recentes sugerem que a contração da atividade econômica no segundo trimestre será ainda maior. Prospectivamente, a incerteza permanece acima da usual sobre o ritmo de recuperação da economia ao longo do segundo semestre deste ano.

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

A inflação no curto prazo tende a mostrar elevação refletindo, principalmente, os impactos da reversão do comportamento dos preços internacionais de petróleo e de reajustes de preços de itens administrados que foram postergados.

As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 1,6%, 3,0% e 3,5%, respectivamente.

Em sua reunião mais recente (231ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa básica de

juros em 0,75 ponto percentual, para 2,25% 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 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 a pandemia se prolongue e provoque aumentos de incerteza e de poupança precaucional e, conseqüentemente, uma redução da demanda agregada com magnitude ou duração ainda maiores do que as estimadas. Por outro lado, políticas fiscais de resposta à pandemia que piorem a trajetória fiscal do país de forma prolongada, ou frustrações em relação à continuidade das reformas, podem elevar os prêmios de risco. Adicionalmente, os diversos programas de estímulo creditício e de recomposição de renda, implementados no combate à pandemia, podem fazer com que a redução da demanda agregada seja menor do que a estimada, adicionando uma assimetria no balanço de riscos. Esse conjunto de fatores implica, potencialmente, uma trajetória para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom avalia 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 podem elevar a taxa de juros estrutural da economia.

O Copom entende que, neste momento, a conjuntura econômica prescreve estímulo monetário extraordinariamente elevado, mas reconhece que o espaço remanescente para a utilização de política monetária é incerto e deve ser pequeno. O Comitê avalia que a trajetória fiscal ao longo do próximo ano, assim como a percepção sobre sua sustentabilidade, serão decisivas para determinar o prolongamento do estímulo.

Neste momento, o Comitê considera que a magnitude do estímulo monetário já implementado parece compatível com os impactos econômicos da pandemia

da Covid-19. Para as próximas reuniões, o Comitê vê como apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no grau de estímulo monetário será residual. No entanto, o Copom segue atento a revisões do cenário econômico e de expectativas de inflação para o horizonte relevante de política monetária. O Comitê reconhece que, em vista do cenário básico e do seu balanço de riscos, novas informações sobre a evolução da pandemia, assim como uma diminuição das incertezas no âmbito fiscal, serão essenciais para definir seus próximos passos.

Cenários alternativos de projeção de inflação: impactos de choques de demanda e de oferta

Em seu processo de tomada de decisão, o Comitê de Política Monetária (Copom) avalia um amplo conjunto de variáveis e modelos, em relação aos quais exerce julgamentos com base no conjunto de informações disponíveis, construindo assim projeções para a inflação. Nesse processo, é definido o cenário básico do Copom e também são analisados diversos cenários alternativos, os quais exploram fatores de risco em torno do cenário básico. Este boxe apresenta dois cenários alternativos de risco como uma forma de evidenciar as incertezas envolvidas nas projeções de inflação.

Para a construção de cenários, são utilizados modelos de projeção que buscam representar os mecanismos de transmissão da política monetária sobre a atividade econômica e a inflação.¹ Em cada cenário, algumas variáveis são endógenas, isto é, suas projeções são geradas pelo próprio modelo, enquanto outras são exógenas, para as quais se utilizam trajetórias externas ao modelo. A definição das trajetórias para essas variáveis pode envolver o uso de modelos auxiliares ou “satélite”, julgamento, reprodução de episódios passados, dados da pesquisa Focus ou outros critérios predefinidos. Uma das formas pelas quais são elaborados cenários alternativos é a utilização de diferentes hipóteses para uma ou mais variáveis exógenas.²

Os cenários alternativos apresentados neste boxe foram construídos a partir do cenário híbrido com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus de 12.6.2020 e taxa de câmbio constante em R\$4,95/US\$, utilizado na reunião do Copom de junho (231ª reunião). Partindo desse cenário, altera-se a trajetória de uma variável exógena usada como condicionante para as projeções.³ O primeiro cenário simula um choque de demanda, baseado em trajetória alternativa para indicador de incerteza econômica, enquanto o segundo apresenta um choque de oferta referente a elevação nos preços do petróleo. Em ambos os cenários apresentados, há alteração apenas da trajetória da variável exógena de interesse, não considerando possíveis interações ou comovimentos entre as diversas variáveis exógenas.⁴

Choque de demanda

Uma das variáveis utilizadas na equação da curva IS é uma medida de incerteza econômica. Aumentos de incerteza econômica têm efeito contracionista sobre as decisões de investimento e consumo, desestimulando a atividade econômica e impactando o hiato do produto. Por esse canal, tais aumentos têm efeito desinflacionário na curva de Phillips de preços livres, que se propaga via inércia, tanto para os próprios preços livres, como para os preços administrados.⁵ Por outro lado, não se consideram aqui os possíveis efeitos da incerteza sobre a taxa de câmbio, que atuariam no sentido de aumentar a inflação.

1/ Ver boxe “Modelo agregado de pequeno porte – 2017”, do Relatório de Inflação de junho de 2017.

2/ Outra forma de construir os cenários alternativos envolve a utilização do mesmo conjunto de hipóteses para as variáveis exógenas em diferentes modelos de projeção.

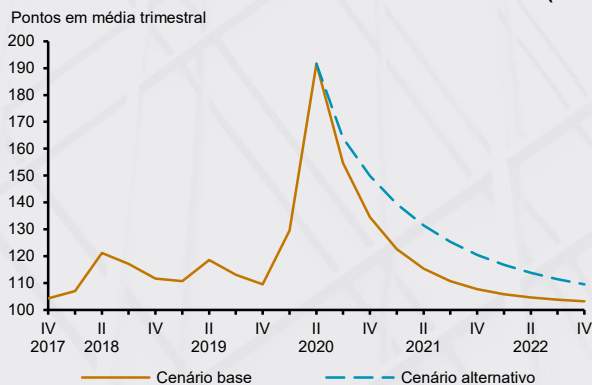
3/ Dessa forma, os cenários alternativos foram construídos utilizando a mesma trajetória exógena para a taxa de juros, não incorporando uma reação da autoridade monetária aos choques particulares de cada cenário.

4/ Para um exemplo de cenário com alterações simultâneas em diversas variáveis exógenas, ver boxe “Condicionamentos internamente consistentes para câmbio, incerteza econômica e risco-país”, do Relatório de Inflação de março de 2018.

5/ Ver boxes “Modelo agregado de pequeno porte – 2017”, do Relatório de Inflação de junho de 2017, e “Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

A principal medida do grau de incerteza econômica disponível no Brasil é o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), produzido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). O IIE-Br atingiu em abril de 2020 o maior valor da série histórica, refletindo os efeitos da pandemia da Covid-19 no país.⁶ O cenário base assume que, a partir da realização de maio de 2020, o IIE-Br retorna à sua média incondicional seguindo um processo autorregressivo univariado simples, estimado a partir de sua série histórica. Já o cenário alternativo usa um modelo semelhante, mas assumindo um retorno mais lento, recuperando os valores do final de 2019 apenas ao final de 2022 (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Índice de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br)



Nesse exercício, uma maior incerteza se reflete em uma recuperação mais lenta da economia que no cenário base, o que pressiona as projeções de inflação para baixo. No cenário alternativo, esse efeito sobre a atividade se traduz em projeções mais baixas que as projeções do cenário central em cerca de 0,2 p.p no final de 2021 e 0,3 p.p. no final de 2022 (Tabela 1).

Tabela 1 – Projeções de inflação: cenários base e alternativo

Ano	Trim.	Cenário base (CB)	Cenário alternativo (CA)	Diferença (CA) – (CB)
2020	I	3,3	3,3	0,0
2020	II	2,1	2,1	0,0
2020	III	2,7	2,7	0,0
2020	IV	2,0	2,0	0,0
2021	I	2,5	2,5	0,0
2021	II	3,7	3,6	-0,1
2021	III	3,3	3,2	-0,1
2021	IV	3,2	3,0	-0,2
2022	I	3,3	3,1	-0,2
2022	II	3,5	3,2	-0,3
2022	III	3,5	3,2	-0,3
2022	IV	3,5	3,2	-0,3

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, variação percentual acumulada em quatro trimestres. Diferença em p.p.

Choque de oferta

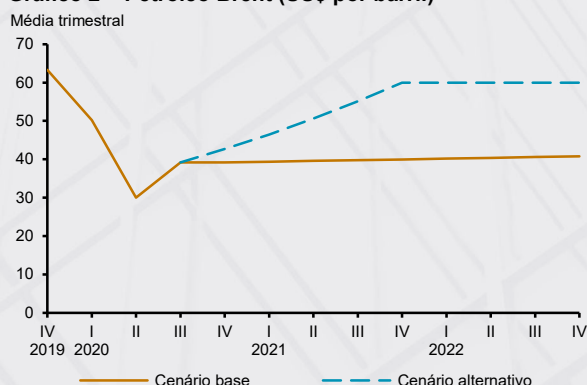
O preço do petróleo é uma variável central nos modelos de projeção de preços de combustíveis (gasolina, gás de bужão e óleo diesel), que fazem parte do conjunto de modelos de preços administrados.⁷ Depois de permanecer a maior parte de 2019 em valores superiores a US\$60 por barril, o preço do petróleo Brent apresentou forte queda entre fevereiro e abril de 2020, chegando a atingir menos de US\$20, em decorrência da queda na demanda global associada à crise da Covid-19 e de desacertos dos países exportadores de petróleo.

6/ Ver boxe “Efeitos econômicos da pandemia de Covid-19”, do Relatório de Inflação de março de 2020.

7/ Ver boxe “Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

O preço se recuperou em maio e junho (até a data de corte deste Relatório), atingindo valores em torno de US\$40. O cenário base supõe que o preço do petróleo Brent começa o segundo semestre em US\$39,20 por barril e tem pequena elevação nos dois anos seguintes, chegando a US\$39,98 no final de 2021 e US\$40,78 no final de 2022 (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Petróleo Brent (US\$ por barril)



Já o cenário alternativo assume que o preço do petróleo crescerá a uma taxa constante a partir do último trimestre de 2020, até atingir o valor de US\$60 por barril no último trimestre de 2021, valor um pouco abaixo da média do último trimestre de 2019, permanecendo constante nesse novo nível a partir do início de 2022. Essa trajetória alternativa para o preço do petróleo exerce um impacto direto sobre a inflação de preços de combustíveis, cujo efeito na inflação é amplificado pelos mecanismos inerciais.

O aumento das projeções de inflação de preços administrados e do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no cenário alternativo, em comparação ao cenário base, ocorre a partir do quarto trimestre de 2020, atingindo seu máximo no final de 2021, com aumento nas projeções de inflação de preços administrados e do IPCA em 2,6 p.p. e 0,9 p.p., respectivamente (Tabela 2).

Tabela 2 – Projeções de inflação de preços administrados e do IPCA: cenários base e alternativo

Ano	Trim.	Inflação de preços administrados			Inflação do IPCA		
		Cenário base (CB)	Cenário alternativo (CA)	Diferença (CA) – (CB)	Cenário base (CB)	Cenário alternativo (CA)	Diferença (CA) – (CB)
2020	I	4,4	4,4	0,0	3,3	3,3	0,0
2020	II	-0,1	-0,1	0,0	2,1	2,1	0,0
2020	III	1,2	1,2	0,0	2,7	2,7	0,0
2020	IV	1,3	1,9	0,6	2,0	2,2	0,2
2021	I	2,1	3,3	1,2	2,5	2,9	0,4
2021	II	6,4	8,3	1,9	3,7	4,3	0,6
2021	III	4,9	7,5	2,6	3,3	4,2	0,9
2021	IV	3,8	6,4	2,6	3,2	4,1	0,9
2022	I	4,0	6,1	2,1	3,3	4,1	0,8
2022	II	4,1	5,7	1,6	3,5	4,1	0,6
2022	III	3,9	4,9	1,0	3,5	3,9	0,4
2022	IV	3,8	4,3	0,5	3,5	3,7	0,2

Obs.: Inflação de preços administrados e do IPCA acumulada em quatro trimestres (%). Diferença em p.p.

Considerações finais

Este boxe apresentou dois cenários alternativos de risco. O primeiro cenário simulou um choque de demanda, baseado em um retorno mais lento do choque recente no grau de incerteza econômica, que, ao desestimular a atividade econômica, gerou efeito de reduzir as projeções de inflação. Já o segundo cenário apresentou um choque de oferta causado por elevação nos preços do petróleo, levando a um aumento das projeções de inflação. Em ambos os casos, foi considerada alteração apenas da trajetória da variável exógena de interesse, não se considerando possíveis interações ou comovimentos entre as diversas variáveis exógenas. Esses cenários evidenciam a incerteza envolvida nas projeções de inflação e o importante papel dos condicionantes utilizados.