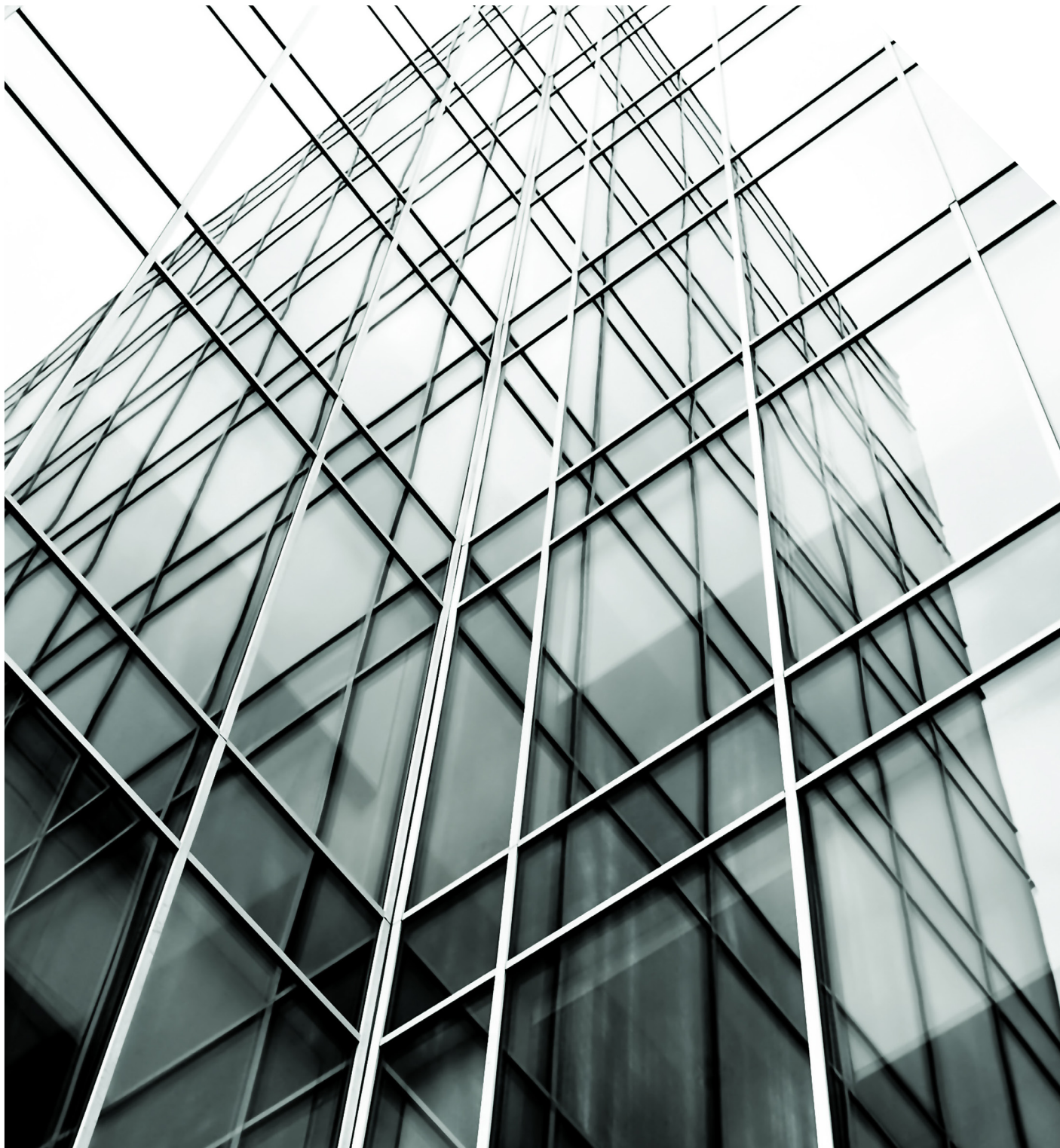




ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 22 | Número 3 | Setembro 2020

Relatório de Inflação

Volume 22 | Número 3 | Setembro 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 3.

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	16
Atividade econômica e mercado de trabalho	16
Crédito	21
Fiscal	24
Demanda externa e Balanço de Pagamentos	25
1.3 Inflação e expectativas de mercado	27
Índices de preços	27
Índice de difusão e núcleos	29
Expectativas de mercado	29
Perspectivas para a inflação	47
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	48
2.2 Projeções condicionais	49
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	53
Boxes	
Auxílio emergencial e compras com cartão de débito	31
Projeções para a evolução do PIB em 2020 e 2021	34
Consumo por quartil de renda durante a pandemia	37
Projeções para a evolução do crédito em 2020 e 2021	40
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2020 e 2021	42
Dinâmica recente do IPA e relação com o IPCA	44
Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana	57
Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra	64
Apêndice	67

Sumário executivo

As principais economias mundiais, após retração acentuada no segundo trimestre, apresentam retomada da atividade econômica, ainda que desigual entre os setores, com recuperação no consumo de bens não acompanhada no mesmo ritmo pelo setor de serviços. Adicionalmente, observou-se moderação na volatilidade dos ativos financeiros, o que, conjuntamente à recuperação da atividade, resultou em ambiente relativamente mais favorável para as economias emergentes. Contudo, há bastante incerteza sobre a evolução desse cenário, frente a uma possível redução dos estímulos governamentais e à própria evolução da pandemia da Covid-19.

No contexto doméstico, indicadores recentes da atividade econômica sugerem uma recuperação parcial, com padrão similar à que ocorre em outras economias, onde os setores mais diretamente afetados pelo distanciamento social permanecem deprimidos. A recomposição da renda e os demais programas do governo vêm permitindo que a economia brasileira se recupere relativamente mais rápido que a dos demais países emergentes. Prospectivamente, a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia permanece acima da usual, sobretudo para o período a partir do final deste ano, concomitantemente ao esperado arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais.

O Produto Interno Bruto (PIB) recuou 9,7% no segundo trimestre de 2020, repercutindo a magnitude da retração da atividade em março e, principalmente, em abril. Esse recuo foi o maior da série histórica com início em 1996, com impactos significativos em todos os componentes da demanda doméstica. Apesar desse resultado, a projeção central para a variação do PIB em 2020 passou de -6,4% no Relatório de Inflação anterior para -5,0%, com perspectivas mais favoráveis para o terceiro trimestre, em linha com os indicadores domésticos disponíveis, as informações mais recentes sobre a pandemia e a evolução esperada da economia internacional. Para 2021, ainda com incerteza acima da usual, projeta-se crescimento de 3,9%. Ressalte-se que essa perspectiva depende da continuidade

do processo de reformas e ajustes necessários na economia brasileira, condição essencial para permitir a recuperação sustentável da economia.

Relativamente ao comportamento dos preços, diversas medidas de inflação subjacente permanecem abaixo dos níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária. No curto prazo, a inflação ao consumidor deve se elevar, influenciada pelos movimentos recentes de alta temporária nos preços dos alimentos e pela normalização parcial do preço de alguns serviços em um contexto de recuperação dos índices de mobilidade e do nível de atividade. Os preços administrados devem apresentar variação contida, destacando-se o recuo nas tarifas de plano de saúde em setembro e a queda projetada para o preço da gasolina a partir de outubro.

As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 1,9%, 3,0% 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\$5,30/US\$, as projeções do Copom situam-se em torno de 2,1% para 2020, 2,9% para 2021 e 3,3% para 2022. Esse cenário supõe trajetória de juros que encerra 2020 em 2,00% a.a. e se eleva até 2,50% a.a. em 2021 e 4,50% a.a. em 2022. No cenário com taxa de juros constante a 2,00% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$5,30/US\$, as projeções de inflação situam-se em torno de 2,1% para 2020, 3,0% para 2021 e 3,8% para 2022.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom realizada em 15 e 16.9.2020 (233ª 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 11.9.2020, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (233ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa básica de juros em 2,00% 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 e, em grau menor, o de 2022.

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, notadamente quando essa ociosidade está concentrada no setor de serviços. Esse risco se intensifica caso uma reversão mais lenta dos efeitos da pandemia prolongue o ambiente de elevada incerteza e de aumento da poupança precaucional. 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 ao 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 a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo monetário extraordinariamente elevado, mas reconhece que, devido a questões prudenciais e de estabilidade financeira, o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno. Consequentemente, eventuais ajustes futuros no atual grau de estímulo ocorreriam com gradualismo adicional e dependerão da percepção sobre a trajetória fiscal, assim como de novas informações que alterem a atual avaliação do Copom sobre a inflação prospectiva.

De forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, o Copom considera apropriado manter uma “prescrição futura” (isto é, um *forward guidance*) como um instrumento de política monetária adicional. Nesse sentido, e apesar de uma assimetria em seu balanço de riscos, o Copom não pretende

reduzir o grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essa intenção é condicional à manutenção do atual regime fiscal e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

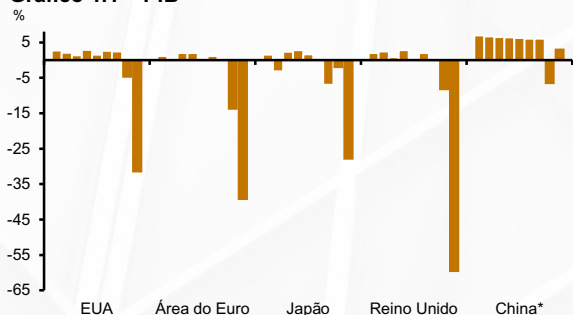
Este capítulo do Relatório de Inflação analisa a evolução recente da conjuntura econômica, considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, 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 global está em processo de reabertura das atividades econômicas após um segundo trimestre de restrições de mobilidade voluntárias e obrigatórias. Há alguma diminuição nas restrições à circulação; todavia o ritmo de retomada da produção de bens e serviços tem mostrado dispersão considerável entre países e entre setores dentro de cada país. O consumo privado é o principal componente da atividade em queda sincronizada nas principais economias, ao mesmo tempo em que o comércio global continua operando abaixo da média histórica. Apesar de taxas de crescimento não usuais serem esperadas para este terceiro trimestre, a perda de produto causada pela pandemia não será superada em 2020 na grande maioria dos países. Além disso, incertezas permanecem quanto ao

Gráfico 1.1 – PIB^{1/}



1/ Var% T/T-1. Taxas anualizadas, c/ajuste sazonal. Último: 2º tri/2020.

* China: Var% T/T-4.

Fonte: Bloomberg

Gráfico 1.2 – Global PMI

Índice de difusão, equilíbrio = 50

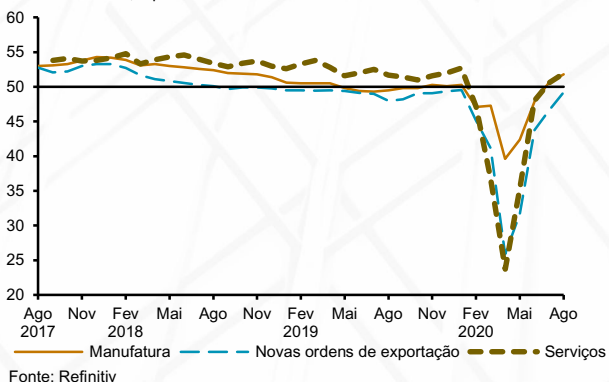
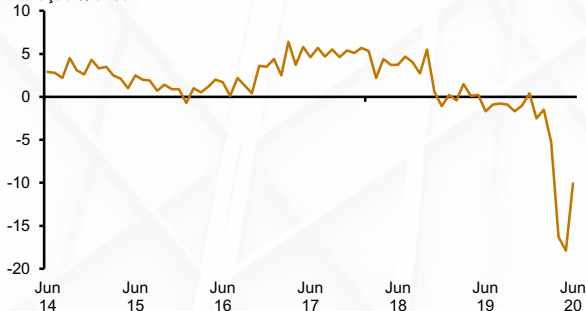


Gráfico 1.3 – Índice de Comércio Mundial

Variação % anual



controle e evolução da pandemia nos próximos meses e quanto à capacidade de os programas de apoio a firmas e famílias sustentarem uma retomada gradual, ordenada e segura, mitigando riscos de inadimplência e insolvência.

As medidas de suporte implementadas pelos diversos países foram substanciais, amplas e tempestivas, com sucesso na recomposição de renda e na suavização dos efeitos da pandemia sobre o mercado de trabalho. Algumas economias têm prolongado as medidas anunciadas pois o processo de reabertura se mostra incompleto e as condições de saúde pública ainda não foram normalizadas. Medidas adicionais com foco na recuperação sustentada do crescimento podem ser adotadas, mas dependem do espaço disponível de políticas de cada país, o que sugere cautela de atuação e estratégias distintas no pós-pandemia.

Os balanços dos principais bancos centrais mostram desaceleração, após marcada expansão para garantir o pleno funcionamento dos mercados durante o pico de estresse. Apesar de as linhas emergenciais de liquidez terem cronograma de encerramento conhecido, os programas de compras de ativos devem continuar impactando os balanços por vários trimestres. As estratégias para a desalavancagem dos balanços somam-se ao conjunto de instrumentos não-convencionais de política monetária em operação atualmente, no contexto do limite mínimo das taxas nominais de juros (*effective lower bound* – ELB). Essa normalização deve ser precedida por uma recuperação sólida da demanda e dos mercados de trabalho e pela efetiva resposta dos índices de inflação nas economias desenvolvidas.

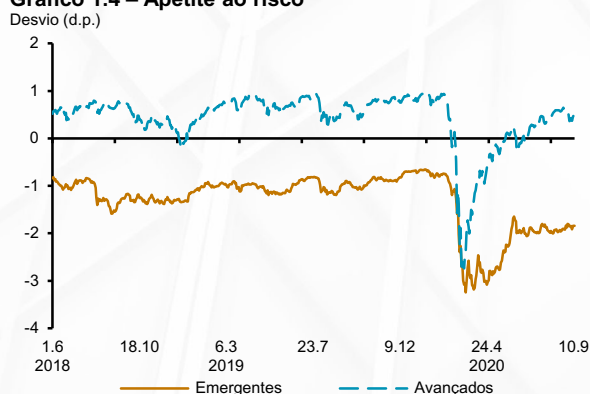
Nesse contexto, os países cujas políticas monetárias atingiram o limite nominal para as taxas de juros introduzem estratégias¹ de *forward guidance* (prescrição futura de política monetária), com o objetivo de oferecer mais acomodação monetária, ao ampliar o horizonte de manutenção de estímulos para a recuperação da atividade.

O *Federal Reserve* (Fed) anunciou importante revisão do seu *framework* para a condução da política

1/ O Fed calibrou seu *forward guidance* para indicar que as taxas de juros dos *Fed funds* devem se manter nos níveis atuais (próximas a zero) por período suficiente até que i) o mercado de trabalho apresente uma situação consistente de pleno emprego e ii) a inflação observada esteja, na média, próxima da meta de 2% por algum tempo, inclusive admitindo períodos de inflação moderadamente acima de 2%, desde que mantendo expectativas ancoradas. Por sua vez, o Banco da Inglaterra indicou que não realizará ajustes das condições monetárias até que haja progresso substancial na superação da ociosidade e com recuperação da inflação, de forma sustentada, para a meta de 2%.

monetária, após dois anos de estudos técnicos. Como esperado, a reação do Fed passa a considerar a meta de 2% como um objetivo para a inflação média (*flexible average inflation target* – FAIT). Além disso, o novo arcabouço reconhece o nível de máximo emprego como um objetivo abrangente e inclusivo, direcionando as decisões de política monetária quando há quedas em relação ao nível máximo. O Fed ressaltou no anúncio que, consistente com o objetivo de que a inflação, na média, atinja a meta de 2%, as decisões sobre a política monetária no futuro podem tolerar uma inflação moderadamente superior, como forma de balancear contra períodos de inflação abaixo da meta como os atuais. Dessa forma, a esperada revisão do *framework* do Fed reforça o tom acomodatório para decisões futuras sobre todos os instrumentos da política monetária americana, ao mesmo tempo em que o Fomc (Comitê de Política Monetária, em inglês) divulga, na reunião de setembro, os elementos do *forward guidance* consistentes com a avaliação do cenário prospectivo para o mercado de trabalho e a inflação em um horizonte estendido.

Gráfico 1.4 – Appetite ao risco

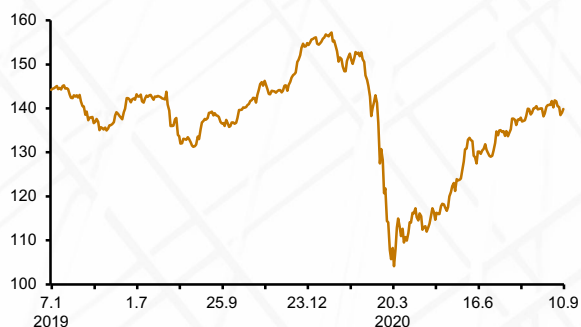


A comunicação dos bancos centrais de todo o mundo caminha, de maneira coordenada, para formar expectativas sobre a duração dos estímulos monetários e sobre a evolução da atividade, consistentes com o cenário prospectivo para a inflação. Nesse contexto, bancos centrais de economias emergentes também mantêm uma postura acomodatória para o momento e admitem o uso de instrumentos adicionais para dar estímulos à economia, mas com disposição proporcional ao espaço disponível de políticas e aos balanços de riscos para a atividade e para a inflação em cada economia.

As condições financeiras globais e os fluxos de capitais têm apresentado acomodação gradual na margem, atribuída aos efeitos das diversas medidas emergenciais de suporte. A volatilidade dos principais ativos continua mais elevada que em períodos normais e correções na margem estão associadas com as incertezas sobre o desempenho econômico, principalmente no momento de reabertura das atividades. Os preços de *commodities* revelam a importância das expectativas sobre o crescimento da demanda global. O início de um ciclo de recuperação em um cenário de elevada liquidez internacional deve manter as condições financeiras globais em terreno acomodatório, embora os preços indiquem que há diferenciação entre países com relação à deterioração estimada nos balanços fiscal, monetário e financeiro no pós-pandemia.

Gráfico 1.5 – Índice de fluxos de capitais para EMEs*

1.7.2005 = 100



Fonte: Bloomberg

*Bloomberg Emerging Markets Capital Flow Proxy Index.

Desde o último Relatório de Inflação, a maioria dos países divulgou números para a atividade econômica do segundo trimestre de 2020. O sincronismo das quedas extraordinárias revela a severidade dos efeitos da pandemia sobre a produção e o consumo, embora a dispersão dos impactos também mostre que fatores idiossincráticos, como reação de políticas, por exemplo, tiveram importância para o resultado do trimestre.

Nos Estados Unidos, o PIB do segundo trimestre de 2020 contraiu 31,7% (taxa trimestral anualizada), com quedas pronunciadas no consumo, especialmente de bens duráveis e serviços, e no investimento privado. A contração histórica está relacionada com o fechamento do comércio e das indústrias, com a interrupção da oferta de serviços pela necessidade do distanciamento social, com a redução drástica da mobilidade nas cidades, e ainda com os efeitos da incerteza sobre a evolução da pandemia nas decisões de empresas e consumidores. Dados parciais do terceiro trimestre e indicadores antecedentes sugerem recuperação relativa significativa com a reabertura das atividades, porém insuficiente para compensar as perdas do primeiro semestre. O mercado de trabalho mostra recuperação desde o pico de desemprego em maio, porém o ritmo desacelerou na margem. Os preços ao consumidor estão em forte desaceleração esperada (1,0% no mês de julho, na taxa interanual), apesar de inflação localizada em certas categorias de bens, relacionadas com fatores como a mudança do padrão de consumo durante a pandemia e choques de oferta.

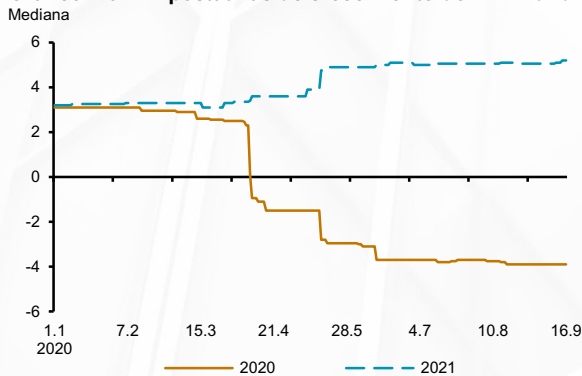
Na Área do Euro, a atividade teve contração recorde de 11,8% (taxa trimestral) no segundo trimestre; todavia a queda foi heterogênea entre os países do bloco. Foram fortemente impactados os setores mais atingidos pelas medidas restritivas à mobilidade e as atividades que requerem trabalho presencial e interação social, como serviços relacionados ao lazer e ao turismo. Por outro lado, países que tiveram maior sucesso no controle da pandemia ou que conseguiram transferir para o trabalho remoto uma parcela maior de suas atividades apresentaram menor contração. A retirada das medidas de restrição, conjuntamente às medidas de suporte econômico, tem sido catalizadores da recuperação observada a partir de junho. Assim como nos EUA, a reabertura traz uma recuperação rápida, porém incompleta, uma vez que prevalece grande incerteza relacionada com a evolução da pandemia na região (controle da segunda onda da Covid-19), com a sustentação dos estímulos a firmas e trabalhadores

e com a evolução das negociações comerciais do Brexit.

No Japão, a contração no PIB atingiu a taxa recorde de 28,1% (taxa trimestral anualizada, com ajuste sazonal), com perdas pronunciadas na demanda doméstica e nas exportações. As medidas de suporte à atividade anunciadas pelo governo e pelo Banco do Japão (BoJ) devem superar 40% do PIB japonês no ano fiscal de 2020. A reabertura das atividades deve produzir uma taxa de recuperação forte no terceiro trimestre, porém insuficiente para compensar as quedas consecutivas na demanda agregada desde o quarto trimestre de 2019.

Na China, a atividade segue em processo de recuperação, tendo a produção industrial alcançado números próximos aos níveis pré-pandemia. A demanda externa e o investimento liderado pelas províncias trazem contribuições relevantes para o resultado dos últimos meses; entretanto, a recuperação mais lenta das vendas no varejo e o retorno tímido da taxa de desemprego revelam uma dinâmica diferente para a recuperação do consumo privado, mesmo com a resposta positiva do crédito e com estímulos fiscais significativos planejados para o período.

Gráfico 1.6 – Expectativas de crescimento do PIB mundial



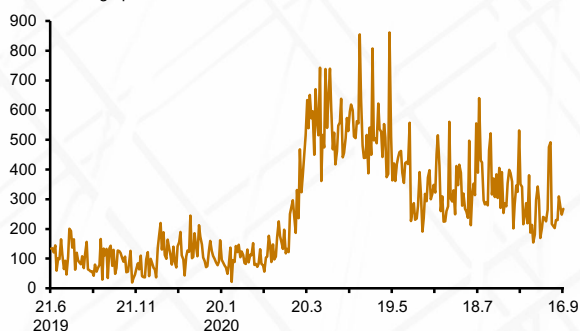
Fonte: Bloomberg

A reversão das restrições à mobilidade e a reabertura gradual das atividades nos países devem manter o sincronismo de taxas de crescimento igualmente extraordinárias neste terceiro trimestre. Apesar de marcar o início de um ciclo global, as expectativas são pela recuperação apenas parcial das perdas incorridas com a pandemia no ano de 2020, mantidos ainda os desafios significativos para a normalização da atividade de alguns setores, para a reabsorção da força de trabalho deslocada durante a crise e para a recuperação da confiança dos consumidores. A sustentação do ciclo de recuperação depende de fatores sanitários e econômicos, que carregam incertezas ainda significativas no horizonte relevante.

Em síntese, a retomada da atividade nas principais economias, ainda que desigual entre setores, em conjunção com a moderação na volatilidade dos ativos financeiros, tem resultado em um ambiente relativamente mais favorável para as economias emergentes. Contudo, há bastante incerteza sobre a evolução desse cenário, frente a uma possível redução dos estímulos governamentais e à própria evolução da pandemia da Covid-19. A flexibilização das medidas de restrição à mobilidade iniciou um

Gráfico 1.7 – Índice de Incerteza*

Média de longo prazo = 100



Fonte: Bloomberg

*Baker-Bloom-Davis US Economic Policy Uncertainty Index.

processo disseminado de reabertura das atividades, que tem mostrado uma recuperação apenas parcial das perdas com a pandemia e ainda heterogêneo entre países e setores. A incerteza sobre o controle da pandemia e a capacidade de operação das economias com condições restritivas de saúde pública impõem riscos importantes para a solvência das firmas e recuperação do mercado de trabalho. Por outro lado, as políticas anunciadas dão significativo suporte para sustentar o processo de recuperação, enquanto o *forward guidance* introduzido pelos bancos centrais busca ancorar expectativas sobre o cenário econômico para superar o período de maior incerteza para o consumo e o investimento. Nesse contexto, o cenário externo para países emergentes apresenta-se mais favorável na margem, com recuperação gradual dos fluxos de capitais e do apetite ao risco, embora permaneçam condições ainda excepcionais de incerteza.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica e mercado de trabalho

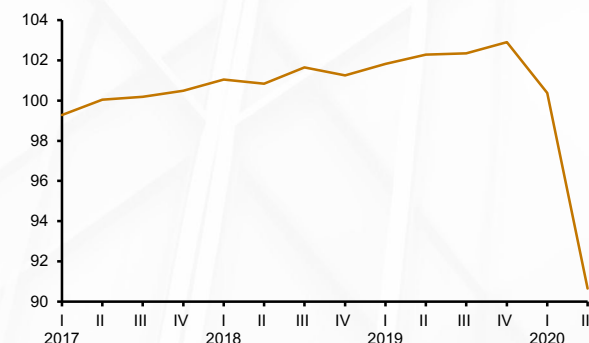
O conjunto de indicadores de atividade econômica divulgados desde o Relatório de Inflação de junho de 2020 evidencia que a recuperação da atividade econômica após a fase mais aguda da pandemia ocorre mais rapidamente do que o antecipado. Entretanto, a recuperação acontece de forma heterogênea. Várias atividades do setor de serviços, sobretudo aquelas mais diretamente afetadas pelo distanciamento social, permanecem deprimidas. Há retomada relativamente forte do consumo de bens duráveis – parcialmente influenciado pelos programas governamentais de recomposição de renda – e até do investimento.

Não obstante, dada a magnitude do recuo da atividade em março e, principalmente, em abril, o PIB, considerando dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais, recuou 9,7% no segundo trimestre de 2020 em relação ao trimestre anterior, repercutindo os efeitos da pandemia da Covid-19.

Sob a ótica da oferta, houve contrações expressivas no valor adicionado na indústria e nos serviços e expansão na agropecuária. No setor industrial, todos os segmentos apresentaram retrações, com destaque para a indústria de transformação.

Gráfico 1.8 – PIB^{1/}

Média 2017 = 100



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto

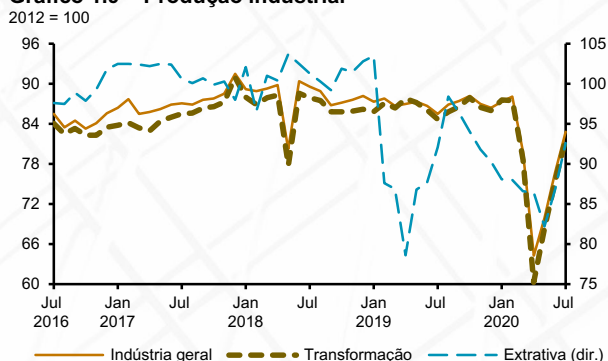
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

Dados dessazonalizados

Discriminação	Var %					
	2019				2020	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	0,6	-9,7	0,1	0,5	-2,5	-9,7
Agropecuária	-1,0	0,4	1,1	-0,7	0,5	0,4
Indústria	0,1	-12,3	0,5	0,1	-0,8	-12,3
Serviços	0,9	-9,7	0,1	0,6	-2,2	-9,7
Consumo das famílias	0,8	-12,5	0,5	0,4	-1,9	-12,5
Consumo do governo	0,6	-8,8	-0,4	0,4	0,2	-8,8
FBCF	-1,0	-15,4	1,5	-3,5	2,3	-15,4
Exportação	-3,6	1,8	-2,2	2,3	-1,3	1,8
Importação	-2,1	-13,2	0,2	-2,6	0,8	-13,2

Fonte: IBGE

Gráfico 1.9 – Produção industrial^{1/}



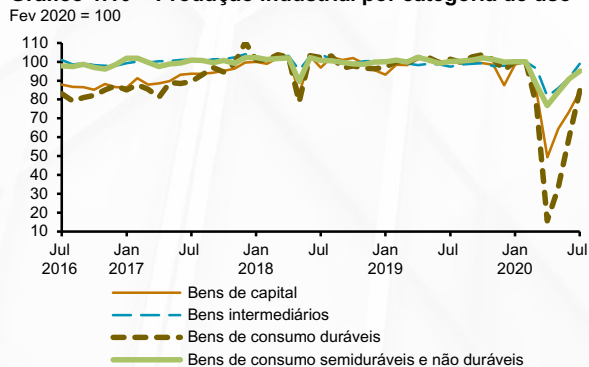
Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Nos serviços, os maiores recuos ocorreram nos segmentos mais diretamente afetados pelo distanciamento social, como comércio; transporte, armazenagem e correio; e outros serviços, que engloba atividades especialmente afetadas pelas restrições de mobilidade (serviços de alimentação, hotelaria e serviços pessoais). Houve ainda recuo expressivo em administração, saúde e educação públicas.

Do lado da demanda, o consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo (FBCF) recuaram, na ordem, 12,5% e 15,4% no trimestre, maiores retrações trimestrais da série. No âmbito do comércio exterior, as importações recuaram 13,2% enquanto as exportações avançaram 1,8% no período, repercutindo o bom desempenho nas vendas de produtos básicos.

Incorporando os indicadores domésticos disponíveis, as informações mais recentes sobre a pandemia e a evolução esperada da economia internacional, a projeção central para a variação do PIB em 2020 passou de -6,4% no último Relatório de Inflação para -5,0%. A nova projeção reflete, principalmente, perspectivas mais favoráveis para o terceiro trimestre. Para 2021, ainda com elevado grau de incerteza, projeta-se crescimento de 3,9%.

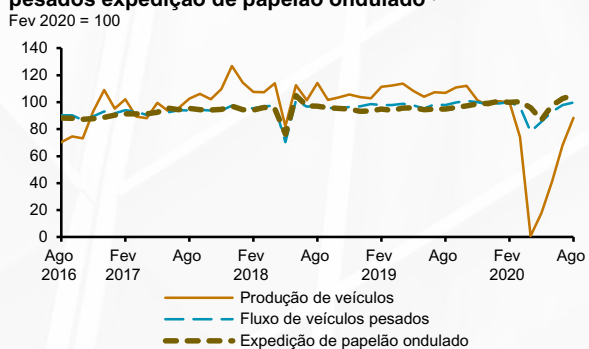
Gráfico 1.10 – Produção industrial por categoria de uso^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), a produção industrial, na série com ajuste sazonal, acumulou alta de 28,8% nos meses de maio a julho, recuperando parte da queda de 27,0% ocorrida em março e abril. Essa trajetória foi influenciada principalmente pela indústria de transformação, tendo sido menos visível na extrativa. Por categoria de uso, o comportamento foi heterogêneo no período. Bens intermediários e de consumo semiduráveis e não duráveis apresentaram quedas mais moderadas e retornaram a patamares próximos dos níveis pré-pandemia; bens duráveis e de capital foram mais impactados e, apesar da recuperação ocorrida a partir de maio, ainda se situam em patamares inferiores aos do início do ano.

Gráfico 1.11 – Produção de veículos, fluxo de veículos pesados expedição de papelão ondulado^{1/}

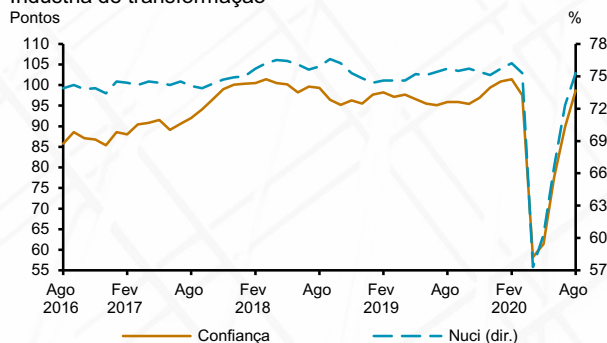


Fontes: Anfavea, ABCR e ABPO
1/ Séries com ajuste sazonal.

Indicadores mais tempestivos relativos à produção industrial sinalizam continuidade do movimento de recuperação da atividade em agosto. Houve aumentos da produção de automóveis, divulgada pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), do fluxo de veículos pesados em estradas com pedágio, medido pela Associação Brasileira das Concessionárias de Rodovias (ABCR) e

Gráfico 1.12 – Confiança e Nuci^{1/}

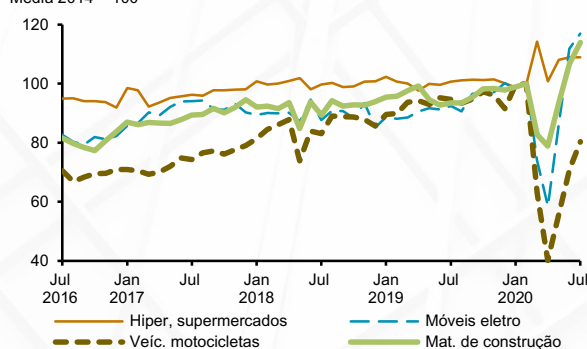
Indústria de transformação



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.13 – Índice de volume de vendas por setor^{1/}

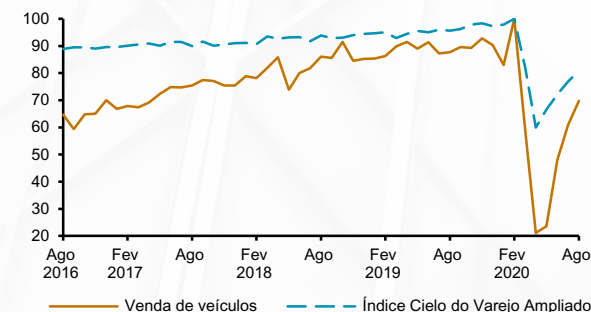
Média 2014 = 100



Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.14 – Venda de veículos e Índice Cielo do Varejo Ampliado^{1/}

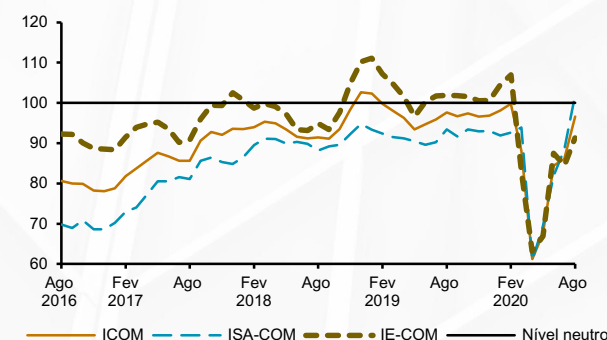
Fev 2020 = 100



Fontes: Fenabrave e Cielo
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.15 – Índice de confiança do comércio^{1/}

Pontos



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

da expedição de papelão ondulado, divulgada pela Associação Brasileira do Papelão Ondulado (ABPO).

Indicadores qualitativos corroboram esse movimento, com melhora acentuada da percepção dos empresários da indústria de transformação. O Índice de Confiança da Indústria (ICI) retornou em agosto a patamar próximo da neutralidade², com recuperação tanto no índice de expectativas quanto no de situação atual³. Da mesma forma, o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) voltou ao patamar pré-pandemia, embora ainda se encontre em nível bastante inferior à média histórica.

O comércio varejista registrou recuperação expressiva nos últimos meses. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), as vendas nos conceitos restrito e ampliado cresceram, respectivamente, 29,4% e 38,7% em julho comparativamente a abril. O processo de recuperação foi influenciado pelas medidas governamentais de combate aos efeitos econômicos da pandemia, como a concessão do auxílio emergencial a segmentos mais vulneráveis da população. Contudo, as trajetórias de queda e recuperação não foram homogêneas. As vendas em julho nos segmentos de hipermercados e supermercados, móveis e eletrodomésticos e de material de construção superaram as observadas antes da pandemia, enquanto nos setores de combustíveis e lubrificantes, de tecidos, vestuários e calçados e de veículos ainda se encontram em nível inferior ao primeiro bimestre do ano, período anterior aos efeitos da pandemia.

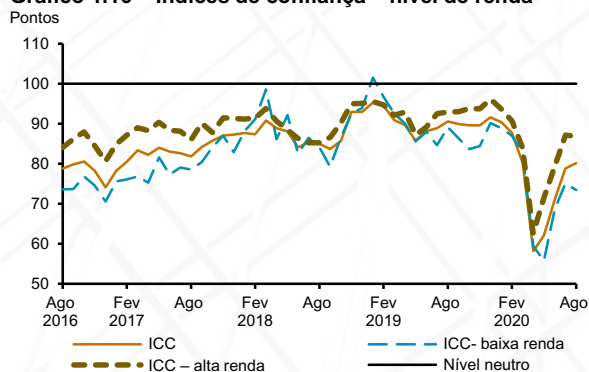
Indicadores mais tempestivos sugerem continuidade do crescimento das vendas em agosto. O índice Cielo do Varejo Ampliado (ICVA) cresceu 5,3% e as vendas de automóveis e veículos comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), avançaram 14,7% em relação a julho.

O Índice de Confiança do Comércio (ICOM) corrobora o processo de retomada no varejo, com aumento de 35,4 pontos no acumulado de maio a agosto, retornando a patamar próximo ao observado em fevereiro. A recuperação da confiança, embora disseminada, não é homogênea entre os setores que compõe o ICOM, em linha com o observado nos dados de vendas no comércio. Adicionalmente,

2/ Valores acima de 100 pontos indicam sentimento de otimismo.

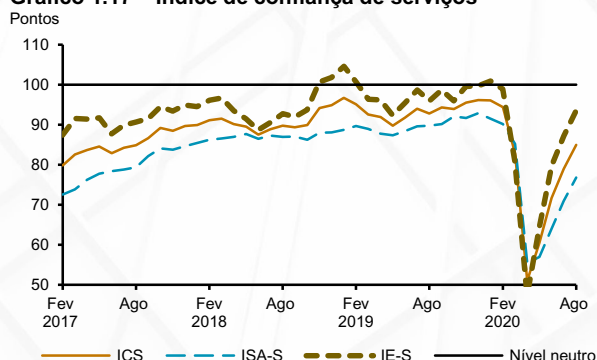
3/ Dados da prévia extraordinária das sondagens da FGV sugerem a continuidade do avanço da confiança da indústria, que atingiria o nível observado em 2013.

Gráfico 1.16 – Índices de confiança – nível de renda^{1/}



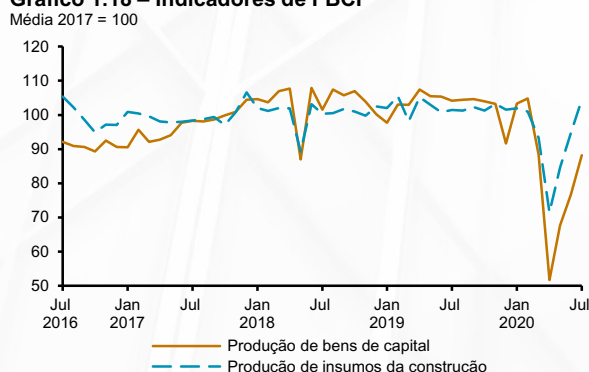
Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.17 – Índice de confiança de serviços^{1/}



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

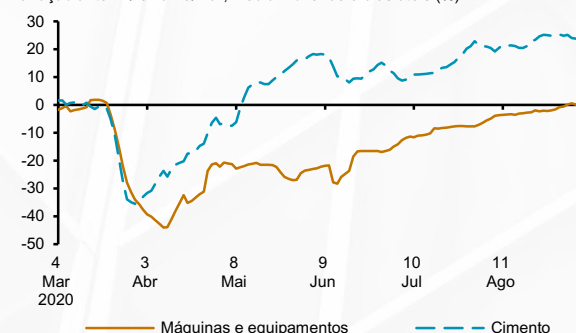
Gráfico 1.18 – Indicadores de FBCF^{1/}



Fonte: IBGE
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.19 – Consumo de energia elétrica (mercado livre)

Variação ante 14/fev a 13/mar, média móvel de 5 dias úteis (%)



Fonte: Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE)

a recuperação aconteceu com mais intensidade no componente de situação atual. O menor crescimento das expectativas sugere certa cautela dos empresários quanto à continuidade do movimento de alta.

Os indicadores de confiança do consumidor também se recuperaram, mas em ritmo mais lento do que o observado entre os empresários do setor varejista. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) de agosto se encontra 7,6 pontos abaixo do nível de fevereiro. Adicionalmente, a recuperação da confiança dos consumidores de renda mais baixa tem sido menos intensa comparativamente aos de renda mais alta⁴.

O volume de serviços, segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), se recupera com menor intensidade do que os demais setores da economia. Resultados positivos na margem iniciaram apenas em junho e o volume de serviços em julho se encontrava 12,5% inferior ao patamar de fevereiro.

O Índice de Confiança de Serviços (ICS) apresenta comportamento similar, com trajetória de recuperação em ritmo mais moderado do que em outros setores. Diferentemente do ocorrido com o ICOM, a recuperação da confiança no setor de serviços foi mais pronunciada no componente de expectativas, o que sugere continuidade da recuperação nos próximos meses.

Em relação ao investimento, indicadores mostram recuperação parcial após a queda acentuada em março e abril. A produção de bens de capital e os insumos típicos da construção civil acumularam aumentos, respectivos, de 70,5% e 46,0% nos meses de maio a julho (retrações de 50,6% e 29,2% no acumulado de março e abril). O consumo de energia elétrica nas indústrias de cimento e de bens de capital manteve trajetória de alta em agosto, o que sugere continuidade da recuperação dos investimentos. Todavia, a retomada mais consistente do investimento está relacionada à dissipação das incertezas quanto a evolução da pandemia e ao cenário macroeconômico prospectivo.

Diferentemente de indicadores de produção e consumo, o mercado de trabalho ainda não exhibe sinais consistentes de recuperação, apesar de alguma recuperação no emprego formal. Segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), a população

4/ No gráfico 1.16, o ICC – baixa renda e o ICC – alta renda se referem ao ICC para os indivíduos dos grupos com renda abaixo de R\$2.100 e acima de R\$9.600, respectivamente.

Gráfico 1.20 – Taxa de desocupação^{1/}



Gráfico 1.21 – Emprego formal^{1/}



Gráfico 1.22 – Pedidos de seguro desemprego^{1/}

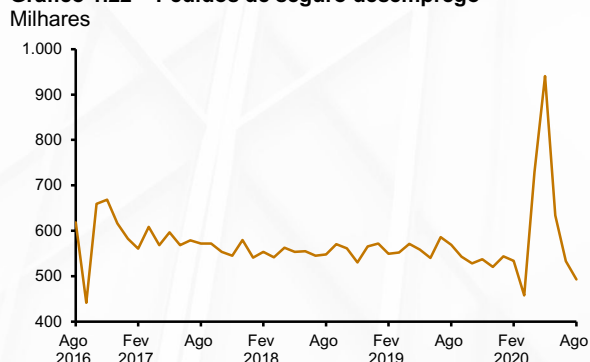
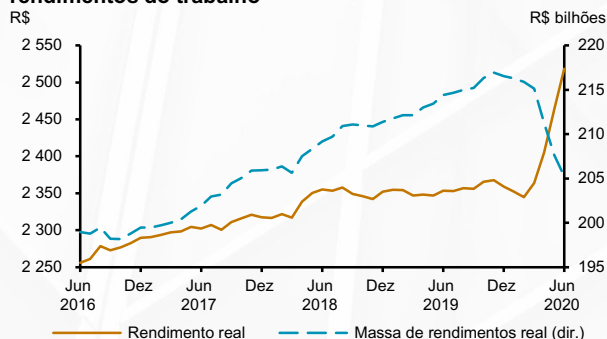


Gráfico 1.23 – Rendimento do trabalho e massa de rendimentos do trabalho^{1/}



ocupada recuou 10,4% no segundo trimestre do ano, em relação ao trimestre anterior, com retração mais intensa nas ocupações informais. A força de trabalho, influenciada pelo isolamento social, diminuiu 8,9% no mesmo tipo de comparação, contribuindo para atenuar a elevação da taxa de desocupação, que atingiu 13,1%, patamar 1,4 p.p. acima do observado no primeiro trimestre do ano.

Considerados os dados mensalizados⁵ com ajuste sazonal, a população ocupada e a força de trabalho apresentaram dinâmicas semelhantes nos meses de março a maio, inibindo elevação maior da taxa de desocupação. Em junho, a retração da ocupação e a relativa estabilidade da força de trabalho repercutiu em aumento de 1,3 p.p. da taxa de desocupação em relação a maio.

Os primeiros dados do mercado de trabalho no terceiro trimestre sinalizam retomada gradual do emprego formal. Considerados os dados com ajuste sazonal do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged)/ Ministério da Economia (ME), houve geração líquida de 99,9 mil vagas de emprego formal em julho, após o fechamento de 1.473,9 mil vagas de março a junho, com destaque para a abertura de vagas na indústria de transformação, comércio e construção. O setor de serviços, mais afetado pelo distanciamento social, fechou 4,6 mil vagas no mês.

Os pedidos de seguro desemprego, divulgados pelo ME, recuaram 22,0% no trimestre finalizado em agosto, após crescimento de 33,1% nos três meses anteriores, sugerindo continuidade do movimento de recuperação do emprego formal.

A massa de rendimento real do trabalho habitualmente recebido recuou no segundo trimestre, na série com ajuste sazonal da PNAD Contínua, refletindo a queda da população ocupada. O rendimento médio do trabalho cresceu no conceito habitualmente recebido – influenciado, em parte, pela maior saída de pessoas com menor rendimento da população ocupada – e recuou no critério efetivamente recebido, que captura com mais intensidade o impacto da pandemia.

De acordo com dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD COVID19)⁶, do IBGE,

5/ Para detalhes do processo de mensalização da PNAD Contínua, ver box “Estimativa para dados “mensalizados” da PNAD Contínua”, no Relatório de Inflação de junho de 2020.

6/ De acordo com o IBGE, as estatísticas da PNAD COVID19 são experimentais e devem ser usadas com cautela, pois ainda estão em fase de teste e sob avaliação.

a taxa de desocupação aumentou para 13,1% em julho, resultado das retrações de 2,4% da população ocupada e de 1,6% da força de trabalho ante junho. O rendimento real habitualmente recebido aumentou 1,6%, enquanto o rendimento efetivo subiu 6,5%. Embora a melhora do rendimento possa estar atrelada ao início do menor distanciamento social, também é possível que reflita o efeito composição da população ocupada.⁷ Com esses resultados, a massa de rendimento real habitual diminuiu, enquanto houve aumento no conceito efetivamente recebido.

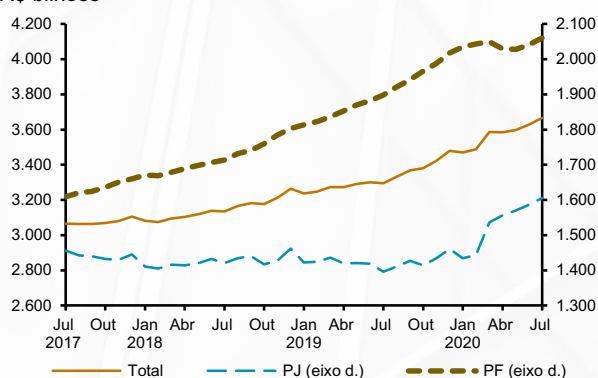
Apesar da recuperação mais rápida da atividade econômica até agora, a ausência de trajetória clara de retomada do mercado de trabalho pode impor restrições à velocidade futura de recuperação da economia, especialmente após redução das transferências extraordinárias.

Crédito

No trimestre encerrado em julho, o saldo de crédito foi impulsionado pela recuperação no segmento livre a pessoas físicas e pelo maior volume de recursos direcionados a pessoas jurídicas. Destacam-se as contratações de crédito no âmbito dos programas de suporte às empresas (Pronampe⁸ e do PEAC⁹) e a retomada de gastos com cartão de crédito à vista pelas famílias, refletindo a redução no afastamento social e a volta do funcionamento das empresas ao longo do período.

O saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) cresceu 2,2% no trimestre encerrado em julho, com variações de 3,2% e 1,5% nos estoques de pessoas jurídicas e físicas, respectivamente. No segmento de recursos livres, os empréstimos às empresas mostraram arrefecimento, após forte expansão no trimestre encerrado em abril. O saldo das operações às famílias avançou 1,2%, com destaque para a expansão dos gastos com cartão à

Gráfico 1.24 – Saldo das operações de crédito
R\$ bilhões



- 7/ O efeito composição se deve à saída mais que proporcional de pessoas com menor rendimento da população ocupada, principalmente nas posições sem vínculo formal de trabalho, elevando a média de rendimento dos que continuam empregados. De acordo com a PNAD COVID19 de julho, a população na informalidade recuou 5,7% em julho.
- 8/ Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte: linha de crédito para empresas de micro e pequeno porte, instituída pela Lei nº 13.999, com taxa de juros limitada a Selic + 1,25% a.a., prazo de 36 meses e contratação permitida a empresas com faturamento anual de até R\$4,8 milhões.
- 9/ Programa Emergencial de Acesso a Crédito: linha de crédito para empresas de pequeno e médio porte criada pela MP nº 975 (convertida na Lei nº 14.042), que disponibiliza aporte de até R\$20 bilhões no Fundo Garantidor de Investimentos (FGI) para garantir até 30% de perdas do valor total liberado para o conjunto de operações dos agentes financeiros no âmbito do programa. A taxa de juros média é limitada a 1,0% a.m., com prazo de um a cinco anos e contratação direcionada a empresas com receita bruta entre R\$360 mil e R\$300 milhões.

vista. No segmento direcionado, o crescimento no crédito para as empresas (4,3% no trimestre) foi alavancado pelos empréstimos do Pronampe e do PEAC, enquanto o aumento para pessoas físicas (1,9% no trimestre) repercutiu, principalmente, maior dinamismo no mercado imobiliário.

Gráfico 1.25 – Concessões dessazonalizadas

MM3M – R\$ bilhões

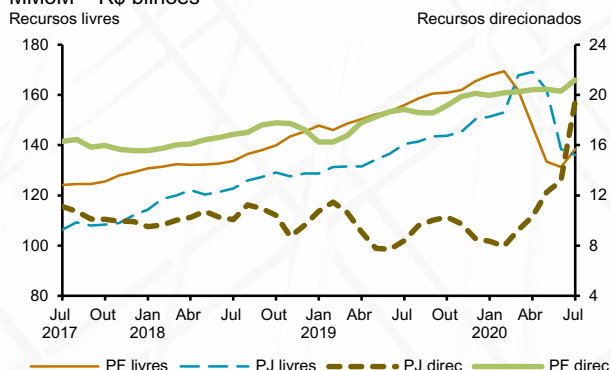
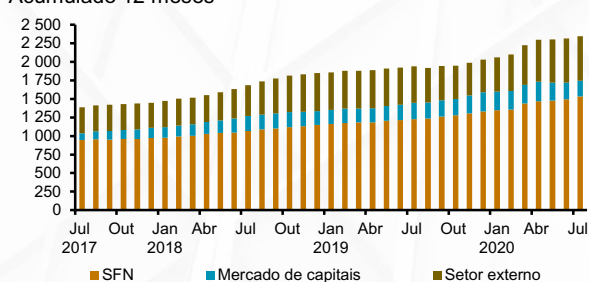


Gráfico 1.26 – Crédito ampliado – captações PJ (R\$ bilhões)^{1/}

Acumulado 12 meses



Fontes: Anbima e BCB

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

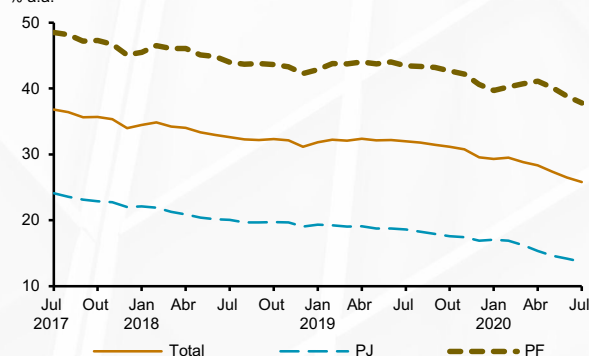
Mercado de capitais – considera debêntures, notas promissórias e ações.

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

Gráfico 1.27 – Indicador de Custo de Crédito (ICC)

Recursos livres

% a.a.



No conceito de crédito ampliado ao setor não financeiro, observou-se aumento de 1,9% no trimestre, com 43,0% do saldo de R\$11,0 trilhões registrado em julho (153,1% do PIB) relativo ao endividamento do governo geral. O crescimento trimestral refletiu as variações de 4,4% no endividamento do governo geral e de 0,1% para empresas e famílias. O estoque de títulos privados emitidos pelas empresas no mercado de capitais doméstico recuou 1,1% no período, enquanto a dívida privada contratada no exterior retraiu 3,4%, refletindo o impacto da variação cambial no período (-4,1%).

As concessões de crédito com ajuste sazonal recuaram 9,4% no trimestre encerrado em julho, com quedas tanto no segmento de pessoas jurídicas como no de pessoas físicas, após as fortes contratações nos meses de março e abril realizadas pelas empresas. Para pessoas jurídicas a queda foi concentrada no segmento de recursos livres, principalmente nas linhas de desconto de recebíveis e de adiantamentos sobre contratos de câmbio e financiamentos a exportação, modalidades que registraram movimento acentuado no trimestre anterior. As novas operações de capital de giro seguem com demanda elevada, registrando concessões superiores às observadas no mesmo período de 2019. Os empréstimos do Pronampe começaram na segunda quinzena de junho e rapidamente esgotaram todo o montante da primeira parte do programa. Para pessoas físicas, houve recuperação parcial nos financiamentos de veículos.

Considerando o financiamento obtido em outras fontes entre maio e julho de 2020, na comparação com igual período de 2019, observa-se queda de 52,4% nos valores captados pelas empresas no mercado de capitais doméstico¹⁰, e aumento de 32,6% no volume convertido para reais dos empréstimos contratados no exterior (queda de 5,3% se considerado em dólares).

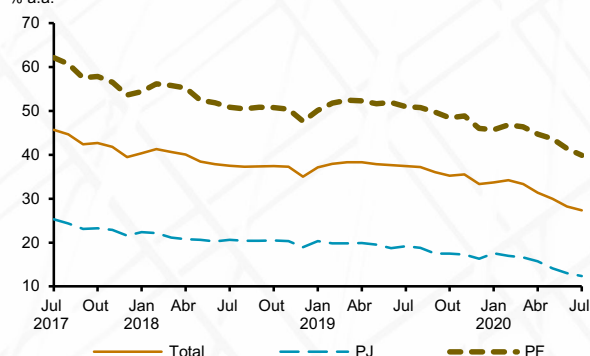
O Indicador de Custo do Crédito (ICC) das operações de crédito livre recuou 2,5 p.p. de abril a julho,

10/ Considera debêntures, notas comerciais e emissões primárias de ações.

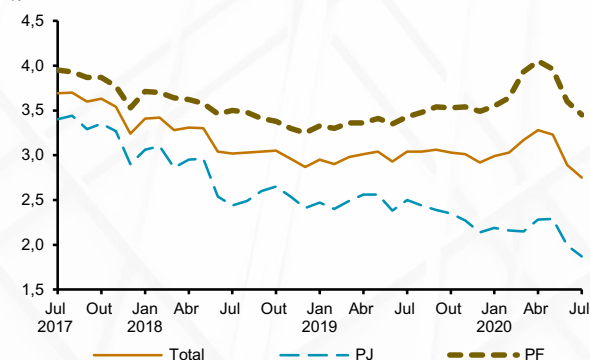
Gráfico 1.28 – Taxas de juros

Recursos livres

% a.a.

**Gráfico 1.29 – Inadimplência^{1/}**

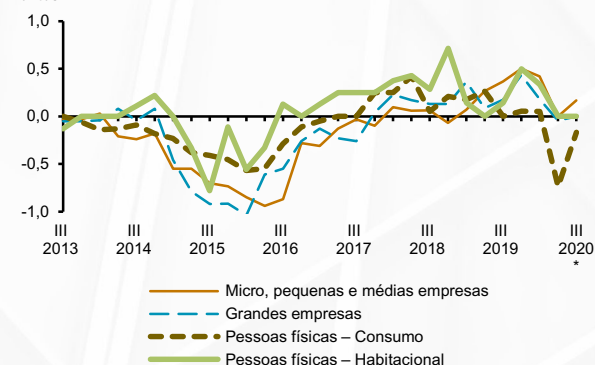
%



1/ Atrasos acima de 90 dias.

Gráfico 1.30 – Indicadores de aprovação de crédito

Pontos



* Correspondem às expectativas dos respondentes para esse trimestre.

atingindo 13,7% a.a. em julho no segmento de pessoas jurídicas, mínima histórica da série. O ICC de toda a carteira de empréstimos do SFN alcançou 18,3% a.a., redução de 1,5 p.p. no trimestre, também atingindo sua mínima histórica.

A taxa média de juros das operações do SFN atingiu 19,1% a.a. em julho – menor valor da série iniciada em março de 2011 – registrando queda de 2,4 p.p. ante à taxa apurada em abril. Considerando os recursos livres, a taxa média de juros diminuiu 3,4 p.p. para pessoas jurídicas e 4,8 p.p. para pessoas físicas.

A taxa de inadimplência (operações com atrasos superiores a 90 dias) recuou 0,5 p.p. no trimestre finalizado em julho, situando-se em 2,8%, menor valor desde março de 2015. Houve reduções de 0,4 p.p. na inadimplência dos empréstimos às empresas e de 0,6 p.p. às famílias, causadas, em parte, pelas renegociações e postergações de pagamentos em diversas modalidades durante a pandemia.

Dados preliminares de agosto indicam aceleração do crescimento trimestral da carteira de crédito do SFN, com destaque para os empréstimos do segmento de crédito direcionado às empresas.

Os impactos da pandemia da Covid-19 sobre o mercado de crédito e o crescimento da economia ainda geram elevada incerteza. Todavia, a evolução recente do crédito bancário, especialmente a pessoas jurídicas, motiva a revisão da expansão do saldo total em 2020 para 11,5%, ante 7,6% no Relatório de Inflação anterior.

Dados da última Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito (PTC), realizada entre 13 e 21.7.2020 junto a instituições financeiras, indicam que, no segundo trimestre de 2020, houve piora significativa no desempenho do crédito no segmento de Pessoa Física – Consumo. Nos demais segmentos, porém, verificou-se estabilidade na taxa de aprovação de crédito. Os participantes se surpreenderam positivamente com esse desempenho, em relação às expectativas bastante negativas da pesquisa anterior. No segmento de pessoa jurídica, a demanda por crédito para capital de giro continuou forte e a para investimentos recuou. As taxas de juros mais baixas e alterações nos prazos são avaliados como fatores positivos para a demanda no segmento de pessoas físicas. Para o terceiro trimestre de 2020, considerando diferentes aspectos, como demanda

e padrões de aprovação de crédito, a PTC traz expectativa de melhora no desempenho do crédito, inclusive no segmento de Pessoa Física – Consumo.

Fiscal

Tabela 1.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário

Acumulado no ano até julho

Segmento	R\$ bilhões		
	2018	2019	2020
Governo Central	31,4	26,1	505,4
d/q Governo Federal	-74,7	-85,3	289,7
d/q INSS	105,6	111,1	215,3
Governos regionais	-11,4	-17,2	-18,1
Empresas estatais	-2,2	-0,4	-3,5
Total	17,8	8,5	483,8

(+) déficit (-) superávit

O resultado primário do setor público consolidado, excluindo estatais financeiras e empresas dos grupos Petrobras e Eletrobras, foi deficitário em R\$483,8 bilhões nos primeiros sete meses de 2020, ante déficit de R\$8,5 bilhões no mesmo período de 2019. O resultado repercutiu, principalmente, o desempenho do governo central pelas ações de mitigação dos impactos da pandemia da Covid-19.¹¹

Nos primeiros sete meses, as receitas líquidas recuaram (R\$121,7 bilhões) enquanto as despesas primárias aumentaram (R\$348,3 bilhões). Do lado das receitas, houve retrações expressivas em: Arrecadação Líquida para o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e Imposto de Renda, principalmente devido aos diferimentos tributários.

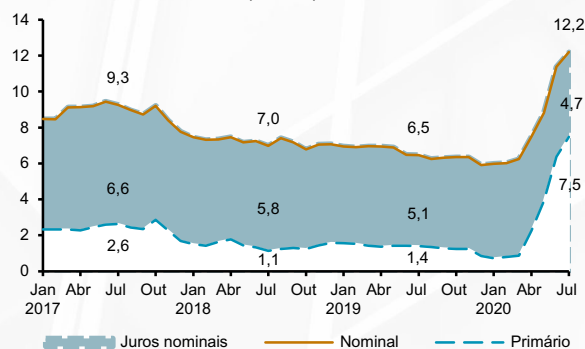
Nas despesas, destaque para os aumentos com: benefícios previdenciários, em parte devido à antecipação das parcelas do 13º do INSS; apoio financeiro aos estados e municípios; e créditos extraordinários. Todos, de alguma maneira, influenciados por medidas para atenuar os efeitos da Covid-19.

No acumulado dos primeiros sete meses, os governos regionais e as empresas estatais contribuíram com *superávits*. O resultado positivo dos governos regionais foi influenciado pelo apoio financeiro da União, com o objetivo de compensar a piora na arrecadação e o aumento das despesas acarretadas pelas ações contra a pandemia.

Os juros nominais do setor público, apropriados por competência, somaram R\$179,5 bilhões nos primeiros sete meses do ano, retração de R\$29,2 bilhões em relação ao mesmo período de 2019. Apesar do resultado negativo de R\$39,9 bilhões até julho com os *swaps* cambiais (ganho de R\$9,9 bilhões no mesmo período em 2019), o atual ciclo acomodatório da política monetária foi fundamental para essa redução.

Gráfico 1.31 – Necessidades de Financiamento do Setor Público

Acumulado em 12 meses (% PIB)



11/ O Decreto Legislativo nº 6, de 2020, dispensou, para este ano, o governo do cumprimento dos resultados fiscais previstos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) em razão do estado de calamidade pública.

Tabela 1.3 – Balanço de Pagamentos

Período	US\$ bilhões				
	2019			2020	
	Jul	Jan-Jul	Ano	Jul	Jan-Jul
Transações correntes	-9,8	-31,0	-50,9	1,6	-11,8
Balança comercial	1,7	23,9	40,5	7,4	26,2
Exportações	20,2	129,8	225,8	19,7	121,3
Importações	18,5	105,8	185,3	12,3	95,1
Serviços	-3,4	-20,9	-35,1	-1,8	-12,2
dos quais: viagens	-1,3	-7,0	-11,6	-0,1	-1,8
dos quais: transportes	-0,6	-3,4	-5,9	-0,2	-2,1
dos quais: aluguel de equip.	-1,6	-8,9	-14,6	-1,1	-7,5
Renda primária	-8,2	-34,4	-57,5	-4,1	-27,3
dos quais: juros	-5,2	-16,6	-25,5	-3,5	-14,2
dos quais: lucros e dividendos	-3,0	-18,0	-32,1	-0,7	-13,2
Renda secundária	0,2	0,4	1,2	0,2	1,5
Conta capital	0,1	0,2	0,4	0,0	0,2
Conta financeira	-10,2	-33,0	-53,5	1,3	-10,6
Investim. ativos ^{1/}	0,8	17,3	29,7	-1,7	-15,1
Inv. direto no ext.	1,2	12,4	22,8	0,7	-19,5
Inv. carteira	1,4	8,0	9,0	1,7	7,0
Outros investimentos	-1,8	-3,1	-2,1	-4,0	-2,6
dos quais: ativos de bancos	-1,8	-1,4	0,2	-6,4	-2,9
Investim. passivos	9,7	55,2	58,8	-0,7	-13,3
IDP	5,3	36,5	73,5	2,7	25,5
Participação no capital	7,9	37,3	68,0	2,3	17,2
Operação intercompanhia	-2,5	-0,8	5,5	0,4	8,4
Ações totais ^{2/}	4,9	3,8	-2,7	0,3	-17,3
Títulos no país	0,1	11,2	-4,0	0,6	-10,8
Emprést. e tít. LP ^{3/}	-0,3	-3,3	-15,0	-3,4	-4,3
Crédito comercial e outros ^{4/}	-0,2	7,0	7,0	-0,9	-6,4
Derivativos	-0,2	0,2	1,7	-0,3	5,4
Ativos de reserva	-1,0	4,7	-26,1	2,6	-14,2
Erros e omissões	-0,4	-2,3	-2,9	-0,4	1,0
Memo:					
Transações corr./PIB (%)			-2,8		
IDP / PIB (%)			4,0		
Taxa de rolagem (%)	115,2	93,6	79,9	41,6	83,6

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

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

3/ Negociados no exterior, incluindo créditos de organismos, agências e comprador

4/ Inclui empréstimos e títulos de curto prazo.

Com relação aos indicadores de endividamento, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) totalizou R\$4.322,5 bilhões (60,2% do PIB) em julho de 2020, elevação de 5,0 p.p. do PIB em relação ao mesmo mês do ano passado. A Dívida Bruta do Governo Geral, que inclui Governo Federal, Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), governos estaduais e municipais, atingiu R\$6.210,0 bilhões (86,5% do PIB). O crescimento da dívida decorre, em especial, das medidas de combate aos efeitos da pandemia. A continuidade do processo de reformas estruturais, no entanto, é fundamental para sua convergência no médio e longo prazo.

Demanda externa e Balanço de Pagamentos

Em julho, as transações correntes registraram o quarto *superavit* mensal consecutivo. No acumulado do ano, o *deficit* alcançou US\$11,8 bilhões em julho (US\$31,0 bilhões no mesmo período do ano anterior). Essa diminuição reflete reduções nas despesas líquidas das contas de serviços e renda primária, além de melhora no saldo comercial.

De acordo com boxe apresentado neste Relatório, projeta-se que o *deficit* em conta corrente atingirá 0,7% do PIB em dezembro deste ano. Em 2021, o *deficit* deverá aumentar em linha com a recuperação da atividade econômica e seu impacto sobre o aumento das importações e da conta de serviços

O saldo da balança comercial aumentou em US\$2,3 bilhões nos sete primeiros meses do ano comparado a igual período de 2019. Destaca-se que os efeitos econômicos da Covid-19 impactaram a balança comercial de forma mais intensa apenas a partir de abril, principalmente nas importações.

O *deficit* na conta de serviços, no acumulado até julho, recuou 41,4% na comparação interanual. Destaca-se a redução nas despesas líquidas de viagens.

Na conta de renda primária, o *deficit* recuou US\$7,1 bilhões na mesma base de comparação. As despesas líquidas de lucros e dividendos recuaram 26,5% no período, influenciadas, principalmente, pelos efeitos econômicos da Covid-19 sobre a lucratividade das empresas.

Tabela 1.4 – Balanço de Pagamentos

Período	US\$ bilhões		
	2019	2020	
	Jan - Ago*	Ano	Jan - Ago*
Transações correntes	-34,0	-50,9	-8,4
Balança comercial	27,5	40,5	32,2
Exportações	149,5	225,8	139,2
Importações	122,0	185,3	106,9
Serviços	-23,1	-35,1	-13,5
Renda primária	-39,1	-57,5	-28,9
Renda secundária	0,7	1,2	1,8
Conta capital	0,3	0,4	0,2
Conta financeira	-37,0	-53,5	-6,9
Investim. ativos ^{1/}	19,5	29,7	-10,7
Investim. passivos	61,0	58,8	-11,6
dos quais: IDP	46,0	73,5	27,0
Derivativos	1,5	1,7	5,6
Ativos de reserva	3,0	-26,1	-13,4
Erros e omissões	-3,3	-2,9	1,0

^{1/} Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

* Dados preliminares.

No âmbito dos ativos da conta financeira, o investimento direto no exterior atingiu -US\$19,5 bilhões no acumulado dos sete primeiros meses de 2020. O resultado representa desconstituição de ativos brasileiros no exterior, refletindo ambiente de desaceleração significativa da economia mundial e o aumento das internalizações de recursos de empresas brasileiras no exterior.

Pelo lado dos passivos, os ingressos líquidos de investimento direto no país (IDP) atingiram US\$25,5 bilhões no acumulado do ano até julho, queda de US\$10,9 bilhões em relação ao mesmo período de 2019. Houve saídas de US\$28,1 bilhões em ações, fundos e títulos no país, refletindo, especialmente, os movimentos de março e abril. Em julho, no entanto, houve entradas de US\$0,3 bilhão em ações e US\$0,6 bilhão em títulos no país.

Quanto ao crédito externo de longo prazo, considerando operações de títulos e empréstimos diretos do setor privado no mercado internacional, houve ingressos de US\$22,6 bilhões e amortizações de US\$27,0 bilhões, resultando em taxa de rolagem de 83,6% nos sete primeiros meses de 2020, ante 93,6% no mesmo período do ano passado.

O estoque estimado de dívida externa apresentou ligeira redução no acumulado do ano até julho, atingindo US\$309,0 bilhões, ante US\$323,0 bilhões em dezembro de 2019. Assim, a estimativa da relação entre o estoque de reservas internacionais e o vencimento residual da dívida externa de curto prazo atingiu 334,6% em julho (301,0% em dezembro de 2019). O estoque de reservas internacionais, por sua vez, alcançou 19,5% do PIB em julho, montante equivalente a 23 meses de importações de bens.

Considerando dados preliminares de agosto, o *deficit* em transações correntes nos oito primeiros meses de 2020 alcançou US\$8,4 bilhões, diminuição de US\$25,6 bilhões em relação ao mesmo período de 2019, refletindo o melhor saldo da balança comercial e as menores despesas líquidas nas contas de serviços e renda primária. Os fluxos de IDP registraram US\$27,0 bilhões nos oito primeiros meses de 2020, redução de US\$19,0 bilhões em relação ao mesmo período de 2019.

1.3 Inflação e expectativas de mercado

Os efeitos da pandemia da Covid-19 implicaram mudanças relevantes de preços relativos, repercutindo câmbio, *commodities* e os efeitos heterogêneos da pandemia sobre oferta e demanda de diversos bens e serviços. No trimestre encerrado em agosto destaca-se a alta dos preços das *commodities*, a recuperação parcial da economia brasileira e o comportamento volátil do câmbio.

Nesse contexto, as mudanças de preços relativos aprofundaram a diferença entre a inflação no nível do produtor, em patamar ainda mais alto que no trimestre anterior, e a medida no nível do consumidor, que voltou para patamar positivo, mas relativamente baixo. Em parte, o fenômeno reflete a composição dos índices e os impactos diferenciados que os fatores destacados acima têm sobre cada indicador.¹²

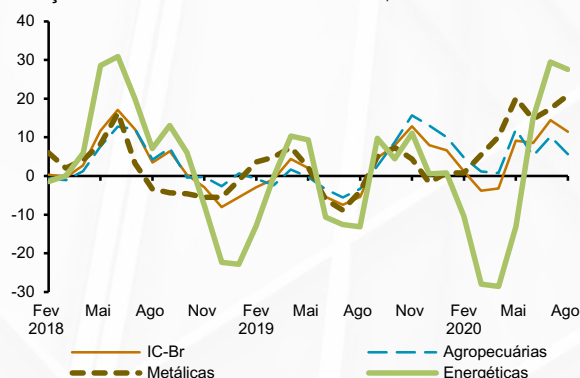
As expectativas de mercado para inflação para os anos de 2020 e 2021 aumentaram, refletindo em parte a recuperação no preço das *commodities* e projeções de valores mais elevados para o câmbio. Contudo, para o ano corrente, as projeções para a inflação continuam abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância; para o próximo, situam-se na parte inferior desse intervalo.

Índices de preços

No trimestre encerrado em agosto, os preços das *commodities* mantiveram trajetória de recuperação. Medido em dólares, o Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) avançou 14,93%, com altas nos três segmentos (agropecuárias, metálicas e energéticas) sem, contudo, recuperar o patamar observado no final de 2019.¹³ Medido em reais, o IC-Br mostrou elevação no trimestre (11,45%) e situa-se 22,28% acima do observado em dezembro de 2019, repercutindo a depreciação do real.

A depreciação do real no ano e a recente recuperação do preço das *commodities* vêm repercutindo intensamente sobre os preços ao produtor. O Índice

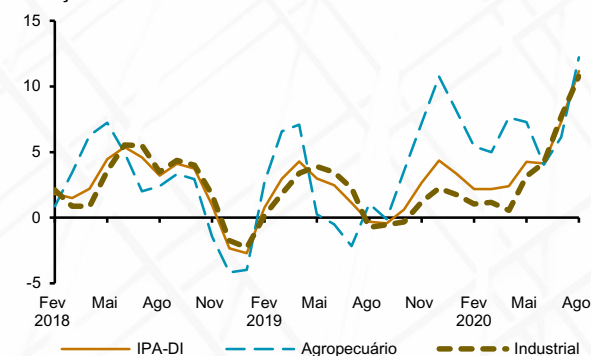
Gráfico 1.32 – IC-Br e seus componentes
Variação % em 3 meses do índice em R\$



12/ O boxe “Dinâmica recente do IPA e relação com o IPCA” aborda a questão do descolamento entre os índices de preços ao produtor e ao consumidor.

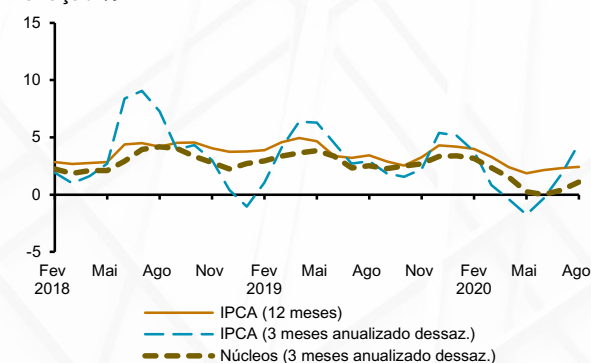
13/ Exceto no caso das *commodities* metálicas. Quase todas estão negociadas com valor acima do observado no final de 2019, com destaque para a prata, o ouro e o minério de ferro.

Gráfico 1.33 – Preços ao produtor – IPA-DI
Variação % em 3 meses



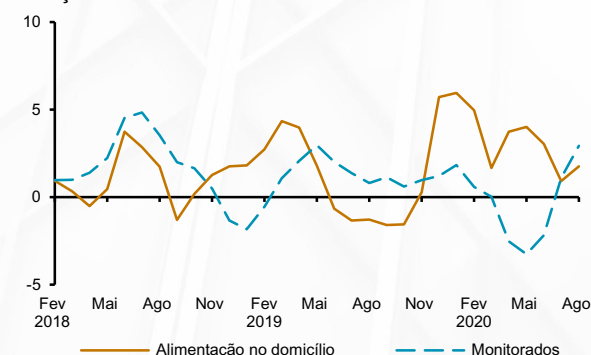
Fonte: FGV

Gráfico 1.34 – Evolução do IPCA
Variação %



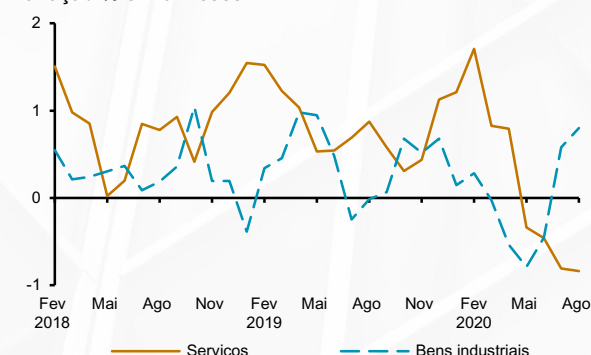
Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.35 – IPCA – Alimentos e Monitorados
Variação % em 3 meses



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.36 – IPCA – Serviços e Bens industriais
Variação % em 3 meses



Fontes: IBGE e BCB

de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) apresentou alta de 11,16% nos três meses encerrados em agosto, após alta de 4,25% no trimestre anterior. A pressão é disseminada, abarcando diversos preços agropecuários e industriais. As altas mais relevantes ocorrem em estágios iniciais de processamento (matérias primas brutas e bens intermediários). Nos doze meses encerrados em agosto o IPA-DI acumula alta de 21,58%.

Os preços ao consumidor, medidos pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), apresentaram variação de 0,86% no trimestre encerrado em agosto (-0,62% no trimestre encerrado em maio). Nos doze meses encerrados em agosto o IPCA acumula alta de 2,44%.

A reversão do movimento de queda dos preços no trimestre repercute o comportamento dos preços administrados (2,93%, ante -3,26%) e industriais (0,80%, ante -0,79%). Nos preços administrados, observou-se recuperação dos preços dos combustíveis e reajustes dos preços de energia elétrica e de medicamentos, que haviam sido postergados no início da pandemia. Nos preços industriais, destacam-se as elevações em alguns bens duráveis, em particular nos mais sensíveis ao câmbio, e no etanol.

Os preços dos alimentos subiram no trimestre encerrado em agosto (1,75%), mas em ritmo inferior ao observado no trimestre anterior (4,01%), sob os efeitos iniciais da pandemia. Esse arrefecimento está associado, em parte, ao movimento sazonal dos produtos *in natura*. Em sentido contrário, destaca-se a pressão recente sobre o preço de carnes.

Os preços de serviços recuaram mais uma vez no trimestre encerrado em agosto (-0,84%, ante -0,34% no trimestre anterior), em linha com o impacto da pandemia de forma mais intensa em diversas atividades do setor. Destaca-se, em particular, a apropriação, na leitura do IPCA de agosto, dos descontos nas mensalidades escolares¹⁴ e a queda dos preços de passagem aérea e empregado doméstico. A inflação subjacente de serviços no trimestre foi 0,20% (ante 0,22%), com destaque para as reduções dos preços de recreação e seguro de automóvel.

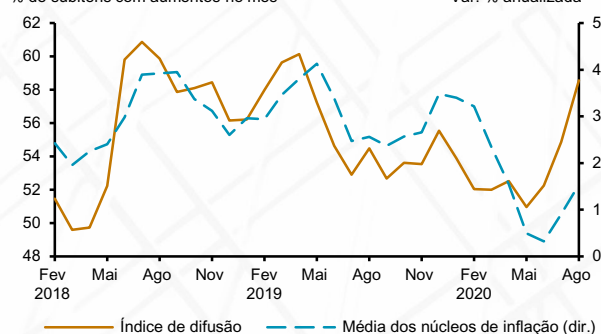
14/ A metodologia do IPCA prevê apenas duas coletas no ano (fevereiro/março e agosto), motivo pelo qual só em agosto foram captados descontos que vêm sendo aplicados, em muitos casos, desde a suspensão das aulas presenciais.

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 (%)

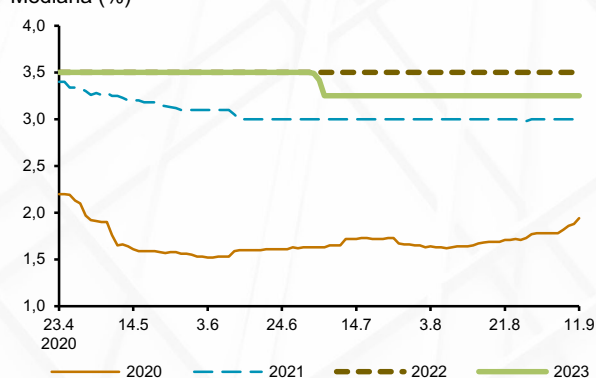


Tabela 1.5 – Resumo das expectativas de mercado

	13.3.2020		12.6.2020		11.9.2020	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Em %						
IPCA	3,10	3,65	1,60	3,00	1,94	3,01
IGP-M	4,00	4,00	5,45	4,00	15,03	4,20
IPA-DI	3,41	4,01	6,21	4,02	18,41	4,07
Preços administrados	3,30	3,80	1,00	3,78	0,90	3,84
Selic (fim de período)	3,75	5,25	2,25	3,00	2,00	2,50
Selic (média do período)	3,84	4,75	2,78	2,50	2,66	2,19
PIB	1,68	2,50	-6,51	3,50	-5,11	3,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	4,35	4,20	5,20	5,00	5,25	5,00
Câmbio (média do período)	4,44	4,21	5,07	5,00	5,18	5,05

(continua)

Tabela 1.5 – Resumo das expectativas de mercado

(continuação)

	13.3.2020		12.6.2020		11.9.2020	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Em %						
IPCA	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,25
IGP-M	3,75	3,50	3,75	3,50	4,00	3,75
IPA-DI	3,75	3,75	4,00	4,00	3,50	3,50
Preços administrados	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Selic (fim de período)	6,00	6,25	5,00	6,00	4,50	5,50
Selic (média do período)	6,00	6,25	4,58	5,50	4,00	5,25
PIB	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	4,20	4,30	4,80	4,80	4,90	4,90
Câmbio (média do período)	4,20	4,25	4,80	4,80	4,90	4,95

15/ A meta de inflação de 3,25% para 2023 foi definida pelo Conselho Monetário Nacional em 25.6.2020, após a data de corte do Relatório de Inflação anterior.

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 58,56% no trimestre encerrado em agosto, ante de 50,95% no trimestre encerrado em maio, na série livre de influências sazonais.

A média do novo conjunto de núcleos de inflação acompanhados pelo BCB avançou, após valores historicamente baixos, partindo de 0,49% em maio para 1,53% em agosto, sob a métrica anualizada da variação dessazonalizada trimestral. Todos os núcleos registraram maior variação. Considerados períodos de doze meses, a média dos núcleos de inflação situa-se em 1,97%, abaixo dos níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.

Expectativas de mercado

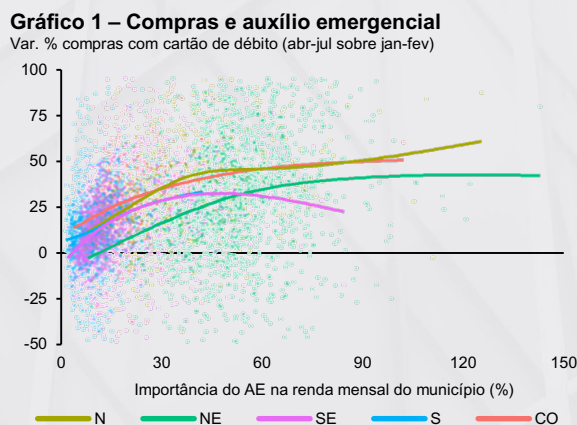
De acordo com a Pesquisa Focus, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2020 aumentou: de 1,60% em 12 de junho para 1,94% em 11 de setembro de 2020. A mediana das projeções para 2021 manteve-se quase estável, passando de 3,00% para 3,01%. Para 2022 manteve-se em 3,50% e para 2023 passou de 3,50% para 3,25%, em linha com as metas de inflação para os respectivos anos.¹⁵ Para a inflação doze meses à frente, suavizada, a mediana das previsões passou de 3,25% para 3,14%.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2020 e 2021 atingiram, respectivamente, 0,90% e 3,84% em 11 de setembro de 2020 (1,00% e 3,78% em 12 de junho). A mediana das projeções manteve-se em 3,50% para 2022 e 2023.

Auxílio emergencial e compras com cartão de débito

O Auxílio Emergencial (AE) a pessoas em situação de vulnerabilidade¹, uma medida excepcional de proteção social durante a pandemia da Covid-19, disponibilizou aproximadamente R\$37 bilhões por mês² de abril a julho, o que representa uma transferência da ordem de 12% da renda mensal de 2019³. Este box estima o impacto dessas transferências sobre o consumo, medido a partir das compras com cartão de débito⁴ nos segmentos da economia que coincidem com o conceito de comércio restrito da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), usando dados em nível municipal⁵. A estratégia de identificação explora a importância que o auxílio tem para cada município e o desempenho das vendas nessas localidades.

O gráfico 1 mostra a relação entre a variação do valor das compras (média de abril a julho ante a média de janeiro a fevereiro) e a importância do AE em cada município⁶. Cada ponto representa um município e as cores indicam as regiões geográficas. Apesar da grande variância das compras para um mesmo nível de importância do AE, as linhas evidenciam a relação positiva dessas variáveis em todas as regiões.



Para avaliar, com controles adicionais, a relação sugerida pelo Gráfico 1, o seguinte modelo básico foi estimado:

$$Compras_i = \alpha_{l(i)} + \beta_{l(i)}^{AE} \left(\frac{AE_i}{W_i} \right) + \beta^W \left(\frac{W_i}{P_i} \right) + \beta^P \log(P_i) + \beta^D D_i + u_i,$$

- 1/ Benefício financeiro concedido pelo Governo Federal, instituído pela Lei nº 13.982, de 2.4.2020, destinado aos trabalhadores informais, microempreendedores individuais (MEI), autônomos e desempregados.
- 2/ Os valores considerados foram: R\$ 34,8 bilhões em abril, R\$ 41,5 em maio, R\$ 27,1 em junho e R\$ 45,6 em julho. O valor de julho difere dos microdados disponibilizados no Portal da Transparência do Governo Federal, que se encontravam incompletos na data de elaboração do box. Para este mês, o montante foi estimado com base nas informações dos meses anteriores.
- 3/ A renda de 2019 foi construída em três etapas. Primeiramente o rendimento de todos os trabalhos mais os rendimentos ex-trabalho (aposentadoria, auxílios, rendimentos de outras fontes) foram obtidos no Censo 2010 para cada município. Em seguida o valor de cada município foi evoluído até 2017 pelo crescimento da renda nacional disponível bruta das famílias, obtidas nas Contas Econômicas Integradas (CEI – IBGE). Finalmente, a evolução da renda de 2017 a 2019 foi feita com o valor nominal do consumo das famílias, obtido nas Contas Nacionais Trimestrais (CNT – IBGE).
- 4/ Como explicitado no box “Indicadores para acompanhamento da conjuntura econômica doméstica durante a pandemia” do Relatório de Inflação de junho de 2020, o Banco Central vem acompanhando novos indicadores, mas não mantém base de dados estruturada. Adicionalmente, algumas dessas informações foram compartilhadas sob condições que inviabilizam a disponibilização desses dados.
- 5/ Análise semelhante está presente no box “Consumo por faixa de renda municipal” do Boletim Regional de julho/2020.
- 6/ A renda para cada município foi estimada como descrito em nota de rodapé anterior, implicando em fator único de correção para todos os municípios.

em que o subscrito i se refere ao município, $Compras$ denota a variação da média mensal dos gastos com cartão de abril a julho, em comparação com janeiro e fevereiro⁷; AE/W , a importância do auxílio emergencial, como proporção da renda; W/P , a renda *per capita*; P , a população em 2019 e D , a média mensal de novos óbitos pela Covid-19 entre abril e julho.

Foram estimadas quatro variações da especificação básica, flexibilizando as formas do intercepto e do coeficiente associado ao AE (Tabela 1). No modelo 1 há um intercepto e um coeficiente de inclinação para cada região; no modelo 2 o intercepto depende da UF e a inclinação é constante para todos os municípios; no 3 o intercepto e a inclinação dependem da UF; já no 4 o intercepto depende da UF e a inclinação depende do auxílio representar mais ou menos que 50% da renda do município. Todos os modelos foram estimados por mínimos quadrados ordinários ponderados, com pesos dados pela renda total do município em 2019.

As estimativas para o coeficiente do AE variam de 0,56 a 1,08, com média 0,83⁸. Com base nessa estimativa, entende-se que, em média, um município em que o AE represente 1 p.p. a mais da sua renda do que um município similar (aquele que possua os mesmos valores para as demais variáveis da equação acima, incluindo região ou unidade da federação) teria variação nas compras 0,83 p.p. maior que o referido município de comparação. No agregado dos municípios, as estimativas indicam que o AE teria contribuído com 10,3 p.p. para o consumo no período⁹, que cresceu 0,3% na métrica comparável.

Tabela 1 – Variações da especificação básica dos modelos

Modelos	Intercepto $\alpha_{l(i)}$	Coefficiente do AE $\beta_{l(i)}^{AE}$
Modelo 1	Região	Região
Modelo 2	UF	Igual
Modelo 3	UF	UF
Modelo 4	UF	>ou< 50% do AE

Apesar de tais resultados evidenciarem a relevância macroeconômica do AE, sua interpretação causal deve ser feita com cautela. Um motivo é que possivelmente as transferências do AE são mais relevantes em municípios com maior proporção de trabalhadores informais, que perderam relativamente mais renda durante a pandemia. Assim, a omissão da variável renda do trabalho no modelo pode resultar em viés para baixo na estimativa da propensão a consumir. Por outro lado, a variação das compras com cartão de débito pode não representar adequadamente a variação do consumo das famílias no momento. Por exemplo, nota-se que o cronograma do AE incentiva o aumento do uso desse meio de pagamento ao permitir compras com cartão de débito antes da liberação para saque ou transferência bancária, o que pode implicar em viés para cima. Outras possíveis fontes de viés na estimativa do coeficiente associado ao AE são a correlação dessa variável com outras medidas emergenciais de combate aos efeitos econômicos da pandemia da Covid-19 (antecipação do pagamento do 13º salário a aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), diferimento do pagamento de tributos, entre outros) e a possibilidade de transbordamento para municípios vizinhos dos gastos decorrentes do recebimento do AE.

7/ A escolha por utilizar os dados médios entre abril e julho em oposição ao uso de dados em frequência mensal deve-se a dois motivos principais. O primeiro é que a informação acerca dos valores do AE refere-se às liberações e não necessariamente aos pagamentos, e podem ter ocorrido em qualquer ponto do mês de referência. Além disso, a estimativa na frequência mensal dificulta a estimativa na situação em que o consumo não ocorre exatamente no mesmo mês em que o auxílio foi recebido.

8/ As estimativas dos modelos 1 a 4 foram, respectivamente, 0,88, 1,08, 0,56 e 0,82. Nos casos em que o coeficiente de interesse não é único para todos os municípios, a ponderação para obtenção do coeficiente agregado foi feita usando a renda dos municípios em 2019.

9/ Para as estimativas do efeito do auxílio emergencial sobre o consumo, os efeitos estimados de cada município foram ponderados por sua renda em 2019. A opção pela renda como ponderador, ao invés do próprio volume de compras com cartão de débito, é feita para diminuir a sub-representação dos municípios mais pobres no total de compras com esse meio de pagamento. Nessa métrica, as compras entre abril e julho foram 0,3% maiores do que as observadas em janeiro e fevereiro, em oposição à queda de 5,0% sem reponderação. As estimativas dos modelos 1 a 4 foram, respectivamente, 11,0 p.p. 12,2 p.p., 8,6 p.p. e 9,3 p.p.

Em resumo, a análise sugere que o AE ajudou a sustentar o consumo durante os primeiros meses de impacto da pandemia. Se o coeficiente estimado for interpretado como uma medida da propensão marginal a consumir a partir do AE, infere-se que a parcela do auxílio destinada à poupança pode ter sido pequena. Nesse caso, o fim do programa pode contribuir para a desaceleração do consumo das famílias, ainda que de forma temporária.

Projeções para a evolução do PIB em 2020 e 2021

A projeção central para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2020 foi revisada de -6,4%, no Relatório de Inflação de junho, para -5,0% (Tabela 1), incorporando os resultados das Contas Nacionais para o segundo trimestre do ano e o conjunto de indicadores disponíveis para o trimestre em curso.

Apesar do forte recuo da atividade no segundo trimestre, o conjunto de indicadores disponíveis mostra que a retomada da atividade econômica após a fase mais aguda da pandemia, ainda que parcial, está ocorrendo mais rapidamente do que antecipado, contribuindo para a elevação da estimativa de crescimento anual. Todavia, a heterogeneidade da recuperação entre os segmentos da atividade econômica continua sendo uma característica marcante. A nova projeção considera crescimento acentuado no terceiro trimestre, influenciado pelas medidas governamentais de combate aos impactos econômicos da pandemia e pelo retorno gradual a patamares de consumo vigentes antes do período de isolamento social. Para o último trimestre do ano, a partir de quando vigora incerteza acima da usual sobre o ritmo da recuperação, espera-se arrefecimento da taxa de crescimento, associado, em parte, à diminuição esperada de transferências de recursos extraordinários às famílias.

No âmbito da oferta, o crescimento esperado da agropecuária ficou praticamente igual ao apresentado no último Relatório de Inflação (1,3%, ante 1,2%), com ligeira melhora na previsão para a agricultura, em face do aumento nas previsões mais recentes do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), compensada por expectativa de resultado menos favorável para a pecuária.

A previsão para a evolução da atividade industrial no ano foi revisada de -8,5% para -4,7%, com elevação nas projeções em todos os segmentos. A projeção para o crescimento da indústria extrativa foi alterada em virtude de impactos iniciais da pandemia da Covid-19 sobre a demanda por petróleo e minério de ferro menos intensos do que os previstos anteriormente. A rápida recuperação de indicadores da indústria de transformação e da construção civil após recuo agudo no início do período de distanciamento social motivou as revisões no desempenho desses segmentos.

Apesar da semelhança das previsões para o setor de serviços (de -5,3% no Relatório de Inflação anterior para -5,2%), houve alterações relevantes nas estimativas para os componentes. Destacam-se a melhora na previsão para o comércio, setor bastante relacionado à atividade industrial e ao consumo de bens pelas famílias e, em sentido oposto, os recuos esperados para outros serviços e, em especial, para administração, saúde e educação públicas. O segmento de outros serviços engloba atividades que continuam bastante afetadas pelo distanciamento social, como alojamento, alimentação fora de casa e atividades artísticas, enquanto o setor de administração, saúde e educação públicas foi impactado pela redução na prestação de serviços de saúde¹ e, principalmente, pelo fechamento de creches e interrupção parcial do ensino em escolas e universidades públicas.

Com relação aos componentes domésticos da demanda agregada, a estimativa para a variação do consumo das famílias passou de -7,4% para -4,6%, em decorrência da recuperação acentuada de indicadores do comércio varejista, atenuada por restabelecimento mais lento do consumo de serviços. A previsão para a formação bruta de capital fixo (FBCF) foi revista de -13,8% para -6,6%, refletindo desempenho melhor do que o esperado na construção civil e na produção de bens de capital. Em sentido contrário, espera-se pior desempenho no consumo do governo (-4,2%, ante 0,2%), em decorrência das reduções mencionadas em serviços de educação e saúde públicas.

1/ Serviços de saúde ficaram mais focados no combate à Covid-19, com redução de outros serviços, como consultas, exames e procedimentos cirúrgicos.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto
Acumulado no ano

Discriminação	2019	Variação %	
		2020 ^{1/}	
		Anterior	Atual
Agropecuária	1,3	1,2	1,3
Indústria	0,5	-8,5	-4,7
Extrativa mineral	-1,1	0,0	2,7
Transformação	0,1	-12,8	-7,7
Construção civil	1,6	-6,7	-4,5
Prod./dist. de eletricidade, gás e água	1,9	-3,8	-1,3
Serviços	1,3	-5,3	-5,2
Comércio	1,8	-10,8	-4,0
Transporte, armazenagem e correio	0,2	-13,4	-7,1
Serviços de informação	4,1	-4,0	-1,7
Interm. financeira e serviços relacionados	1,0	0,7	2,3
Outros serviços	1,3	-9,4	-13,5
Atividades imobiliárias e aluguel	2,3	-1,2	1,4
Adm., saúde e educação públicas	0,0	0,1	-4,7
Valor adicionado a preços básicos	1,1	-5,6	-4,8
Impostos sobre produtos	1,5	-10,9	-6,5
PIB a preços de mercado	1,1	-6,4	-5,0
Consumo das famílias	1,8	-7,4	-4,6
Consumo do governo	-0,4	0,2	-4,2
Formação bruta de capital fixo	2,2	-13,8	-6,6
Exportação	-2,5	-8,1	-1,8
Importação	1,1	-11,1	-11,1

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

As exportações e as importações de bens e serviços, em 2020, devem variar, na ordem, -1,8% e -11,1%, ante projeções respectivas de -8,1% e -11,1% apresentadas no Relatório de Inflação anterior. A melhora esperada no desempenho das exportações resulta sobretudo do bom desempenho das vendas de produtos básicos. Já a manutenção da estimativa para as importações, a despeito da melhora nas previsões para indústria de transformação, consumo das famílias e formação bruta de capital fixo, reflete resultados ocorridos mais negativos do que os esperados, incluindo os dados parciais observados do início do terceiro trimestre. Tendo em vista as novas estimativas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2020 são estimadas em -6,4 p.p. e 1,4 p.p., respectivamente.

Projeção do PIB para 2021

Para o PIB de 2021, ainda com incerteza acima da usual, projeta-se crescimento de 3,9%. Essa perspectiva está condicionada ao cenário de continuidade das reformas e de manutenção do atual regime fiscal, assegurando o equilíbrio de longo prazo das contas públicas, e pressupõe arrefecimento da pandemia, com gradativa elevação da mobilidade e volta progressiva aos padrões de consumo vigentes antes do período de distanciamento social.

Pelo lado da oferta, as atividades da agropecuária, da indústria e de serviços devem avançar 3,4%, 4,5% e 3,7%, na ordem. A projeção para a agropecuária repercute prognósticos favoráveis para a safra 2020/2021 e recuperação da produção de carne, em especial de bovinos. Para o setor secundário, projeta-se recuperação disseminada, com a produção voltando ao longo do ano aos patamares do período pré-pandemia, em linha com a gradual recuperação do mercado de trabalho e aumento das demandas interna e externa. Para o setor de serviços, as atividades mais severamente impactadas pelo distanciamento social – como comércio; transporte, armazenagem e correio; outros serviços; e administração, saúde e educação públicas – devem ter as maiores altas devido, em parte, às bases de comparação deprimidas de 2020.

No âmbito dos componentes da demanda interna, as taxas de crescimento esperadas para consumo das famílias, consumo do governo e FBCF são 5,1%, 3,8% e 3,9%, respectivamente. Apesar da redução das transferências governamentais esperada para 2021, o consumo das famílias deve ser favorecido pelas expectativas de: i) recuperação progressiva do mercado de trabalho; ii) aumento da mobilidade; iii) maior acesso a serviços com oferta limitada durante a pandemia; e iv) volta da taxa de poupança das famílias para níveis pré-crise². O consumo do governo deve crescer em 2021 devido ao gradual retorno dos serviços de

2/ A taxa de poupança das famílias é a fração da renda disponível bruta das famílias não destinada ao consumo de bens e serviços. Os últimos dados disponíveis dessa variável, presentes no Sistema de Contas Nacionais Anuais do IBGE, referem-se ao ano de 2017. A evolução do consumo das famílias, de medidas da massa de rendimento do trabalho ou ampliada e os montantes referentes aos programas emergenciais de transferência de renda do governo sugerem que a taxa de poupança das famílias deve se elevar consideravelmente em 2020.

saúde e educação públicas à normalidade, enquanto a FBCF deve apresentar crescimento em linha com a expectativa de recuperação da indústria de transformação e da construção civil.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2019	2020 ^{1/}	2021 ^{1/}
Agropecuária	1,3	1,3	3,4
Indústria	0,5	-4,7	4,5
Serviços	1,3	-5,2	3,7
Valor adicionado a preços básicos	1,1	-4,8	3,9
Impostos sobre produtos	1,5	-6,5	4,2
PIB a preços de mercado	1,1	-5,0	3,9
Consumo das famílias	1,8	-4,6	5,1
Consumo do governo	-0,4	-4,2	3,8
Formação Bruta de Capital Fixo	2,2	-6,6	3,9
Exportação	-2,5	-1,8	4,9
Importação	1,1	-11,1	0,2

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Exportações e importações de bens e serviços devem crescer 4,9% e 0,2%, na ordem. O desempenho das exportações, em linha com a melhora da demanda global, deve ser influenciado pelas vendas das indústrias de transformação e extrativa. Já a modesta recuperação das importações, em cenário de elevação da atividade econômica, é explicada principalmente por dois fatores, além da taxa de câmbio real mais elevada do que a vigente no período pré-pandemia. O primeiro é a expectativa de menor importação de equipamentos para a indústria de óleo e gás, em grande parte no âmbito do Repetro³, cujo pico deve ocorrer em 2020. O segundo é que a retomada das importações em 2020 se inicia mais tardiamente que a dos componentes da demanda doméstica, produzindo carregamento estatístico menor para o ano seguinte. As contribuições respectivas das demandas interna e externa estão estimadas em 3,3% e 0,6%.

3/ Regime Aduaneiro Especial para Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro). A Lei nº 13.586/2017 instituiu alterações no tratamento tributário dispendido aos investimentos no setor de óleo e gás, o que tem produzido impactos nas transferências de propriedade de bens entre empresas não residentes e residentes. A esse respeito ver, por exemplo, nota divulgada pela Secretaria de Comércio Exterior do Ministério da Economia, disponível em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/component/content/article?id=3423>.

Consumo por quartil de renda durante a pandemia

Este boxe investiga a evolução do consumo durante a pandemia em famílias pertencentes a quartis de renda diferentes. Com base em gastos com cartão de crédito à vista e pagamentos de boleto, verifica-se queda mais acentuada e recuperação mais lenta do consumo dos indivíduos pertencentes ao quartil de renda mais alta. Adicionalmente, há evidências de que a queda no consumo dessa parcela da população está correlacionada com a severidade local da pandemia.

Os Gráficos 1 e 2 e a Tabela 1 apresentam gastos dos indivíduos com cartão de crédito à vista e pagamento de boletos¹. Cada gráfico exibe informações do consumo agregado e dos grupos com renda abaixo do primeiro quartil (Q1) ou acima do último quartil (Q4) nos sete primeiros meses de 2020, tendo como base de referência janeiro². O consumo do grupo de renda mais baixa teve queda menor até abril, mês de ocorrência do valor mínimo das séries, e recuperação mais rápida em seguida. Considerando que a renda média do primeiro quartil neste exercício é R\$946, é provável que a atenuação da queda do consumo nesse grupo esteja associada ao auxílio emergencial a pessoas em situação de vulnerabilidade^{3,4}. Já o consumo dos indivíduos do grupo de renda mais alta teve queda mais acentuada e recuperação mais lenta.

Gráfico 1 – Gastos com cartão de crédito à vista em 2020
Jan/2020 = 100

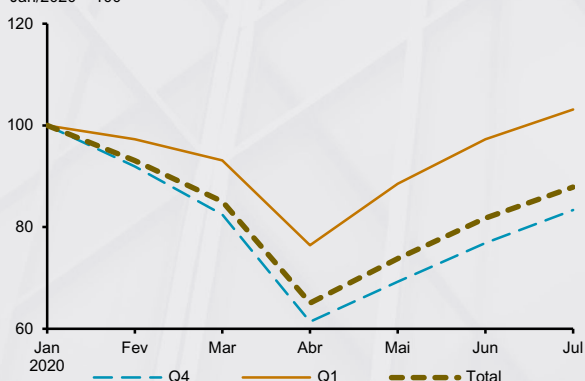
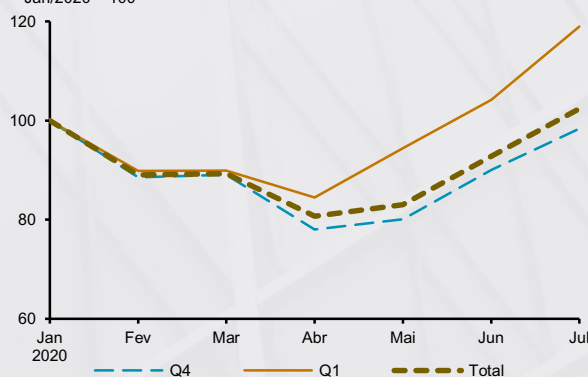


Gráfico 2 – Gastos com boleto em 2020
Jan/2020 = 100



- 1/ As análises desse boxe se baseiam em microdados, no nível do indivíduo, de renda, cartão de crédito à vista e pagamento de boletos. Os dados sobre renda e gastos com cartão de crédito são informados pelas instituições financeiras ao Banco Central e extraídos do Sistema de Informações de Crédito (SCR). Os dados de pagamento de boletos são obtidos junto à Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP). São excluídos os pagamentos de boletos feitos a instituições financeiras. Como explicitado no boxe “Indicadores para acompanhamento da conjuntura econômica doméstica durante a pandemia” do Relatório de Inflação de junho de 2020, o Banco Central vem acompanhando um conjunto de novos indicadores, mas não mantém base de dados estruturada com todas essas informações. Adicionalmente, algumas dessas informações foram compartilhadas sob condições que inviabilizam a disponibilização desses dados.
- 2/ Os quartis de renda são calculados a partir da renda bruta média mensal declarada entre jan/2019 e jun/2020. São excluídos os indivíduos com renda mensal informada superior a R\$20 milhões, por entender-se que se trata de erro na base de dados. Ao todo, considera-se a renda de 108 milhões de indivíduos, que representam 87% do valor de pagamento de boletos e 99% dos gastos com cartão de crédito feito por pessoas físicas. Os quartis da amostra são R\$1.239, R\$2.017 e R\$3.947. Ao longo do texto também se usa a expressão quartil para se referir aos grupos de indivíduos com renda delimitadas pelos três quartis acima. Por exemplo, primeiro quartil se refere aos indivíduos com renda abaixo de R\$1.239. Entendido dessa forma, o primeiro e último quartis apresentam renda média de R\$946 e R\$14.747, respectivamente.
- 3/ Benefício financeiro concedido pelo Governo Federal, instituído pela Lei nº 13.982, de 2.4.2020, destinado aos trabalhadores informais, microempreendedores individuais (MEI), autônomos e desempregados.
- 4/ Esses resultados corroboram as evidências apresentadas no boxe “Consumo por faixa de renda municipal” do Boletim Regional de julho/2020, que analisou divergências das trajetórias dos gastos com cartão de débito para municípios de diferentes faixas de renda média.

Tabela 1 – Gastos das famílias em 2020

Gasto das famílias	2020						
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
Cartão de crédito à vista							
Q1	3,1	3,0	2,9	2,3	2,7	3,0	3,2
Q4	70,3	64,6	58,0	43,2	48,7	54,1	58,6
Total	96,6	90,0	82,2	62,9	71,4	79,0	84,9
Boleto							
Q1	2,6	2,3	2,3	2,2	2,5	2,7	3,1
Q4	33,6	29,7	29,9	26,2	26,9	30,2	33,0
Total	47,6	42,4	42,5	38,4	39,5	44,1	48,7

R\$ bilhões

Para auxiliar na compreensão do comportamento do consumo das famílias nos próximos meses, conforme a pandemia da Covid-19 evolui, analisa-se o consumo da faixa de renda mais alta para dois grupos de unidades da federação. O primeiro inclui AM, PA, CE e PE, estados que apresentaram pico pronunciado na média diária de óbitos, por data de divulgação, entre maio e junho, com expressiva queda desse índice nos meses seguintes (Gráfico 3). O segundo grupo é composto por SP, DF, MG e MT, unidades da federação ainda sem pico definido e com trajetórias estáveis ou crescentes para essa variável nos últimos meses (Gráfico 4). Escolhe-se observar o consumo da faixa de renda mais alta porque ele representa aproximadamente 70% do total, medido pelos gastos em cartão de crédito à vista ou pagamento de boletos, e deveria ser menos influenciado pelas medidas de transferência direta de renda adotadas desde abril, que podem ter impactos diferentes nos dois grupos de unidades da federação selecionados⁵.

Gráfico 3 – Grupo 1 de estados

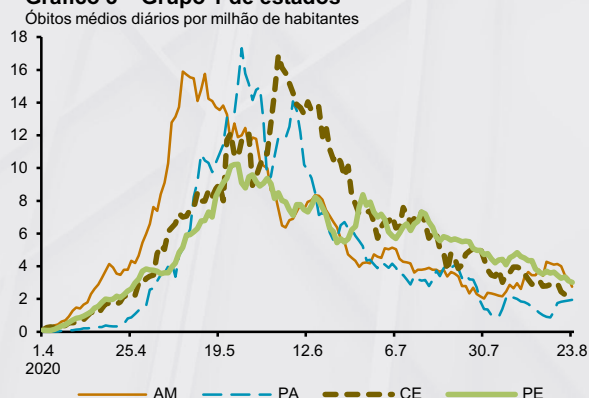
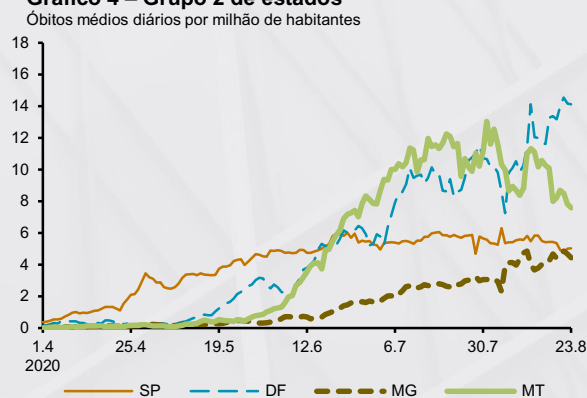


Gráfico 4 – Grupo 2 de estados



A trajetória dos gastos no quartil de renda mais alta é exibida nos Gráficos 5 e 6 para os dois grupos de UF, usando como referência o mês de jan/2020⁶. A queda dos gastos no primeiro grupo de estados foi mais acentuada em abril e maio, período de maior impacto da Covid-19 nas unidades que compõem esse grupo. Posteriormente, contudo, o consumo nesses estados se aproxima mais rapidamente do patamar pré-crise, caracterizando a correlação negativa entre a recuperação do consumo e a intensidade da pandemia⁷.

5/ Evidências nesse sentido podem ser vistas no box “Consumo por faixa de renda municipal” do Boletim Regional de julho de 2020.

6/ Para cada grupo, os gráficos apresentam a média simples das variações do consumo das UF em relação a jan/2020. Resultados qualitativamente similares são encontrados quando se ponderam as variações das UF pelo valor das despesas.

7/ As séries apresentadas não foram sazonalmente ajustadas. Isso explica por que as despesas com boletos, tipicamente menores no início do ano, são significativamente maiores em jul/2020 (em comparação a jan/2020) para os dois grupos de estados.

Gráfico 5 – Gastos com cartão de crédito – 4º quartil
Jan/2020 = 100

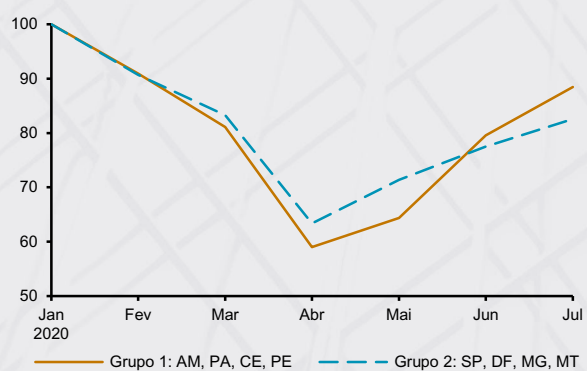
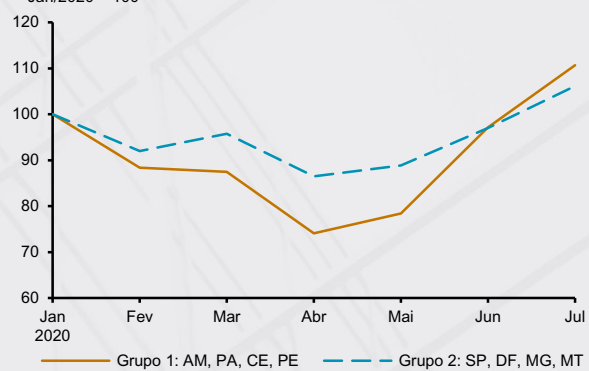


Gráfico 6 – Gastos com boletos – 4º quartil
Jan/2020 = 100



Projeções para a evolução do crédito em 2020 e 2021

Este box apresenta a revisão das projeções de crescimento do saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2020 e a primeira estimativa para 2021 (Tabela 1). As previsões incorporam as informações de crédito divulgadas desde o último Relatório de Inflação, assim como a evolução recente da conjuntura econômica.

Tabela 1 – Saldo de crédito

	Var % em 12 meses					
	Ocorrido			Proj. 2020		Proj. 2021
	2018	2019	Jul 2020	Anterior	Atual	Atual
Total	5,1	6,5	11,3	7,6	11,5	7,3
Livres	10,9	14,1	16,1	10,6	12,5	9,0
PF	11,6	16,6	8,3	6,5	6,5	10,0
PJ	10,1	11,1	26,1	15,6	20,0	8,0
Direcionados	-0,9	-2,4	5,1	3,5	10,1	4,7
PF	5,4	6,6	8,8	5,0	9,5	7,7
PJ	-8,1	-14,0	-0,3	1,0	11,0	0,0
Total PF	8,6	11,9	8,5	5,8	7,8	9,0
Total PJ	1,2	-0,1	15,0	10,0	16,5	5,1

A projeção de crescimento do estoque total de crédito em 2020 foi elevada de 7,6%, no Relatório anterior, para 11,5%. O aumento decorre, principalmente, da demanda acentuada de crédito das empresas, que vem sendo atendida tanto pela expansão do crédito livre como pelo crédito direcionado, no último caso voltado principalmente para as empresas de menor porte.

No segmento de recursos livres para pessoas jurídicas, o ajuste na projeção para 2020 se fundamenta pelas condições mais acessíveis de financiamento, com destaque para a taxa de juros na mínima histórica, e pela melhora nas expectativas de recuperação da atividade econômica. No que tange aos empréstimos com recursos direcionados, projeta-se expansão de 11,0% no ano, refletindo a perspectiva de expansão dos programas emergenciais de crédito – dados os ajustes implementados no PESE¹, o novo aporte de recursos no Pronampe², e a evolução dos empréstimos no âmbito do PEAC-FGI³ e PEAC-Maquinhas⁴.

Os empréstimos a pessoas físicas financiados com recursos livres devem apresentar desaceleração em 2020, influenciada, entre outros fatores, pela modalidade cartão de crédito à vista, fortemente afetada pela queda

- 1/ Programa Emergencial de Suporte a Empregos: crédito emergencial para pequenas e médias empresas (PMEs), inicialmente voltado para o pagamento da folha de salários de funcionários, que teve o faturamento máximo das empresas elegíveis ampliado de R\$10 milhões para R\$50 milhões e o prazo de contratação estendido até 31.10.2020.
- 2/ Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte: crédito emergencial para microempresas e empresas de pequeno porte para investimentos e capital de giro, por meio da disponibilização de garantias do Fundo de Garantia de Operações (FGO).
- 3/ Programa Emergencial de Acesso ao Crédito no âmbito do Fundo Garantidor para Investimentos, destinado a pequenas e médias empresas (PMEs), por meio da concessão de garantias pela União para agentes financeiros.
- 4/ Programa Emergencial de Acesso ao Crédito na modalidade de garantia de recebíveis. Programa parcialmente garantido pelo fluxo de recebíveis apurado nos arranjos de pagamento, destinado a microempreendedores individuais (MEIs) e pequenas e médias empresas (PMEs).

nos gastos dos consumidores de alta renda.⁵ A projeção para o ritmo de expansão desse segmento em 2020 foi mantida em 6,5%. O crescimento esperado dos financiamentos às famílias com recursos direcionados foi revisado de 5,0% para 9,5%. As concessões de financiamentos imobiliários, principal modalidade do grupo, surpreenderam positivamente, apresentando evolução positiva após abril, impulsionadas pela queda nas taxas de juros. As renegociações e as postergações nos pagamentos de parcelas também contribuíram para o crescimento do saldo de crédito no primeiro semestre.

Para 2021, projeta-se crescimento de 7,3% do estoque de crédito, desempenho liderado pela retomada do crédito às pessoas físicas (9,0%), e que incorpora desaceleração do crédito às empresas (5,1%). Para as famílias, levando-se em conta perspectiva de melhora no mercado de trabalho, espera-se crescimento de 10,0% do saldo de crédito com recursos livres, enquanto as operações com recursos direcionados devem registrar crescimento de 7,7%, influenciadas pela redução das renegociações e postergações de parcelas no segmento imobiliário.

O desempenho do crédito às pessoas jurídicas com recursos livres deve apresentar forte desaceleração em 2021 (8,0%), motivada pela normalização da atividade econômica e pela necessidade de desalavancagem das empresas. A retomada de emissões de dívidas corporativas fora do SFN deve propiciar fonte alternativa de financiamento para as grandes empresas, favorecendo o movimento de desaceleração do crédito bancário. De forma análoga, o saldo de crédito para empresas com recursos direcionados deve registrar desaceleração e manter-se estável em 2021, o que sinaliza retorno ao perfil de expansão do crédito anterior à pandemia, mais concentrado nas operações com recursos livres. Importante observar que ambas as desacelerações devem ser avaliadas considerando forte efeito da base de comparação, de modo que a expansão do crédito seguirá sendo relevante na fase de recuperação da economia.

Em conjunto, as novas projeções de crescimento do estoque total de crédito para 2020 e 2021 indicam expansões superiores à ocorrida em 2019, a despeito da forte contração esperada para a atividade este ano. É importante notar que as estimativas atuais consideram as diversas ações implementadas para mitigar os efeitos econômicos da pandemia, principalmente no segmento de pessoas jurídicas, cujas carteiras devem ter papel predominante para explicar o crescimento do crédito em 2020, revertendo a tendência de protagonismo do crédito bancário às famílias verificada desde 2008.

5/ Ver box “Consumo por quartil de renda durante a pandemia”.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2020 e 2021

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Período	US\$ bilhões				
	2019		2020		
	Jan-Jul	Ano	Jan-Jul	Anterior ^{1/} Ano	Atual ^{1/} Ano
Transações correntes	-31,0	-50,9	-11,8	-13,9	-10,2
Balança comercial	23,9	40,5	26,2	39,0	45,3
Exportações	129,8	225,8	121,3	187,5	200,7
Importações	105,8	185,3	95,1	148,5	155,4
Serviços	-20,9	-35,1	-12,2	-21,5	-20,4
dos quais: viagens	-7,0	-11,6	-1,8	-4,0	-3,0
dos quais: transportes	-3,4	-5,9	-2,1	-4,5	-4,0
dos quais: aluguel de equip.	-8,9	-14,6	-7,5	-12,0	-12,0
Renda primária	-34,4	-57,5	-27,3	-32,9	-37,4
dos quais: juros	-16,6	-25,5	-14,2	-19,9	-20,8
dos quais: lucros e dividendos	-18,0	-32,1	-13,2	-13,2	-16,7
Renda secundária	0,4	1,2	1,5	1,5	2,2
Conta capital	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4
Conta financeira	-33,0	-53,5	-10,6	-11,6	-8,9
Investim. ativos ^{2/}	17,3	29,7	-15,1	18,2	1,5
Inv. direto no ext.	12,4	22,8	-19,5	-13,0	-14,7
Inv. carteira	8,0	9,0	7,0	5,0	8,0
Outros investimentos	-3,1	-2,1	-2,6	26,2	8,2
dos quais: ativos de bancos	-1,4	0,2	-2,9	23,7	8,7
Investim. passivos	55,2	58,8	-13,3	25,6	11,2
IDP	36,5	73,5	25,5	55,0	50,0
Ações totais ^{3/}	3,8	-2,7	-17,3	-16,0	-16,5
Títulos no país	11,2	-4,0	-10,8	-13,0	-16,5
Emprést. e tít. LP ^{4/}	-3,3	-15,0	-4,3	-0,4	-2,6
Emprést. e tít. CP	12,3	22,6	-6,5	0,0	-3,2
Crédito comercial e outros	-5,3	-15,7	0,1	0,0	0,0
Derivativos	0,2	1,7	5,4	0,0	5,0
Ativos de reserva	4,7	-26,1	-14,2	-4,2	-4,1
Erros e omissões	-2,3	-2,9	1,0	1,9	1,0
Memo:					
Transações corr./PIB (%)		-2,8		-1,0	-0,7
IDP / PIB (%)		4,0		4,0	3,5
Taxa de rolagem (%)	93,6	79,9	83,6	100,0	95,3

1/ Projeção.

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

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

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

Este box apresenta a projeção atualizada para o balanço de pagamentos de 2020 e as primeiras estimativas para 2021. As projeções consideram as estatísticas do balanço de pagamentos publicadas desde o último Relatório de Inflação, incluindo sua revisão ordinária anual¹, e a evolução da conjuntura econômica doméstica e internacional.

A projeção de *deficit* em transações correntes foi reduzida para US\$10,2 bilhões (0,7% do Produto Interno Bruto – PIB) ao final deste ano. O principal fator para a revisão é a melhora nos valores esperados para as exportações, que apresentaram nos últimos meses resultado acima do anteriormente projetado.

Projetam-se, assim, reduções de 11,1% nas exportações e de 16,2% nas importações em relação a 2019, resultando em saldo da balança comercial de US\$45,3 bilhões e recuo de 13,4% na corrente de comércio. Para as exportações, a queda reflete, principalmente, diminuição dos preços internacionais e do *quantum* de produtos manufaturados. Espera-se, em contrapartida, aumento do *quantum* exportado de básicos, especialmente da soja, sustentado pela demanda chinesa. Já a redução do valor importado tem como fatores determinantes a desaceleração da atividade doméstica em meio à pandemia da Covid-19 e a desvalorização do real, aliados a uma importante redução nos preços. Em contrapartida, o valor esperado para operações no âmbito do Repetro é superior ao de 2019.

Projeta-se também significativo recuo de 41,8% no *deficit* da conta de serviços em relação a 2019, atingindo US\$20,4 bilhões. A maior retração deve vir da conta de viagens, com redução de 74,3% nas despesas líquidas em comparação a 2019, refletindo as restrições a viagens geradas pelas medidas de contenção à Covid-19.

Do lado da renda primária, espera-se recuo das despesas líquidas em 2020 em relação ao ano anterior, atingindo *deficit* de US\$37,4 bilhões. A

1/ Revisão apresentada na Nota para a Imprensa das estatísticas do setor externo de 25 de agosto de 2020.

projeção para o pagamento líquido de juros, US\$20,8 bilhões, abaixo do valor observado em 2019, reflete cenário de menores taxas de juros nos mercados doméstico e internacional, além de câmbio mais depreciado, o que reduz o valor em dólares dos juros da dívida pública. A conta de lucros e dividendos teve sua projeção de despesas líquidas aumentada para US\$16,7 bilhões, resultado da incorporação da revisão estatística e do comportamento das receitas, que vêm apresentando resultado negativo.

Na conta financeira, pelo lado dos ativos, a projeção de investimento direto no exterior passou de regressos líquidos ao país de US\$13,0 bilhões para regressos líquidos de US\$14,7 bilhões. Se confirmada a estimativa, será o primeiro ano com desinvestimentos no exterior desde 2009. Ainda dentro dos ativos, espera-se que o investimento líquido em carteira no exterior feche o ano em US\$8,0 bilhões.

Para os passivos, espera-se ingresso líquido de investimentos diretos no país de US\$50,0 bilhões, refletindo leve redução na expectativa de entradas em participação de capital, além de revisão estatística que aumentou as amortizações de operações intercompanhia. Para títulos no país, projeta-se nova saída líquida nos últimos meses do ano, mas em ritmo mais lento do que o visto em março desse ano e no final de 2019. Para ações, assim como para empréstimos e títulos no exterior, espera-se pequeno ingresso no restante do ano.

Projeções para 2021

Para 2021, projeta-se pequeno aumento no *deficit* em transações correntes em relação a 2020, atingindo US\$16,7 bilhões (1,1% do PIB). Essa projeção reflete aumento das despesas líquidas em serviços e renda primária, parcialmente compensado por melhora no saldo comercial.

Tabela 2 – Projeções do balanço de pagamentos

	US\$ bilhões				
Período	2017	2018	2019	2020 ^{1/}	2021 ^{1/}
Transações correntes	-15,0	-41,5	-50,9	-10,2	-16,7
Balança comercial	64,0	53,0	40,5	45,3	52,7
Exportações	218,1	239,5	225,8	200,7	214,1
Importações	154,1	186,5	185,3	155,4	161,4
Serviços	-37,9	-35,7	-35,1	-20,4	-26,0
Renda primária	-43,2	-58,8	-57,5	-37,4	-45,8
Conta financeira	-9,9	-42,4	-53,5	-8,9	-16,4
Investim. ativos ^{2/}	32,1	12,3	29,7	1,5	29,6
Investim. passivos	47,8	60,4	58,8	11,2	51,9
dos quais: IDP	68,9	78,2	73,5	50,0	65,2
Erros e omissões	4,7	-1,3	-2,9	1,0	0,0
Memo:					
Transações corr./PIB (%)	-0,7	-2,2	-2,8	-0,7	-1,1
IDP / PIB (%)	3,3	4,1	4,0	3,5	4,3
Taxa de rolagem (%)	87,5	92,1	79,9	95,3	100,0

1/ Projeção.

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

Na balança comercial, projeta-se aumento tanto nas exportações quanto nas importações, em linha com a melhora na demanda global e a retomada da economia brasileira. Nas importações, o efeito da atividade doméstica mais forte é, em grande parte, compensado pelas menores importações no âmbito do Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro), cujo pico deve ocorrer em 2020, e pela taxa de câmbio real mais elevada do que a vigente no período pré-pandemia.

Na conta de serviços, os gastos de viagens devem permanecer em patamar deprimido em 2021, com o relaxamento gradual das restrições a viagens. PIB e taxa de câmbio também contribuem para que o total da conta de serviços apresente despesas líquidas inferiores às observadas no período anterior à pandemia.

Apesar de ainda abaixo dos níveis anteriores à pandemia, o *deficit* em renda primária também deverá aumentar em relação a 2020, em grande medida refletindo o retorno das despesas líquidas com lucros e dividendos.

Na conta financeira, espera-se recuperação nas entradas líquidas de Investimentos Diretos no País (IDP), em linha com crescimento do PIB no ano, atingindo US\$65,2 bilhões (4,3% PIB) e mantendo-se em valor superior ao do *deficit* em transações correntes.

Dinâmica recente do IPA e relação com o IPCA

O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) registrou altas expressivas nos últimos meses, comportamento destoante do verificado no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Ainda que descolamentos entre as duas séries sejam frequentes, a diferença observada em agosto de 2020 é a maior desde 2003, considerando variações em trimestres móveis. Os Gráficos 1 e 2 apresentam a relação entre as variações do IPCA e o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI), acumuladas em três meses, desde outubro de 1999. Nota-se que, apesar de o ajuste da reta de regressão linear¹ não ser elevado, a discrepância observada desde março de 2020 (pontos de cor laranja) é particularmente acentuada.

Gráfico 1 – IPCA e IPA-DI

Var. % em 3 meses

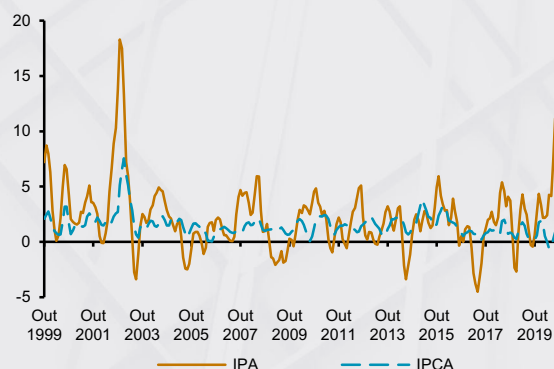
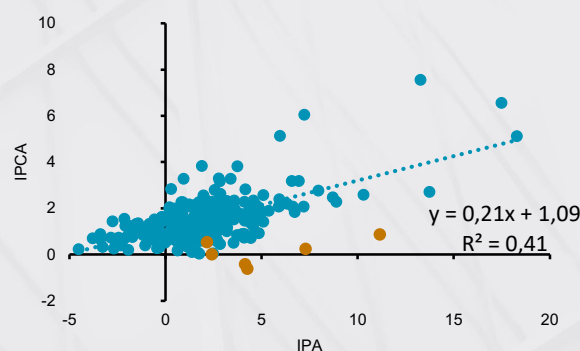


Gráfico 2 – Correlação entre IPCA e IPA-DI

Var. % em 3 meses



A interpretação do fenômeno deve considerar as diferenças de composição dos índices. O IPA não inclui serviços, que têm peso significativo na cesta de consumo das famílias e cujos preços têm apresentado variações historicamente baixas nos últimos meses. Por outro lado, o índice inclui, com peso considerável, bens que são em grande parte exportados, como soja e minério de ferro.

Este box investiga se o descolamento recente entre preços ao produtor e ao consumidor também é observado quando são comparados componentes similares nos dois índices. Para tanto, constrói-se primeiramente uma correspondência entre componentes do IPA e componentes do IPCA. Para cada componente do IPCA estima-se uma regressão lasso² com os vários componentes do IPA, selecionando-se até três variáveis, que em seguida passam por critério de julgamento de relevância econômica³. Os componentes mapeados do IPCA foram agregados, usando pesos do próprio IPCA, resultando em novo índice, denominado IPCA-correspondente. Os componentes mapeados do IPA foram agregados usando pesos que combinam coeficientes do lasso e pesos do IPCA em novo índice denominado IPA-correspondente.⁴ O IPCA-correspondente representa cerca de 50% do índice oficial, enquanto os componentes incluídos no IPA-correspondente correspondem a aproximadamente 41% do IPA.⁵

1/ Considerando amostra até fevereiro de 2020.

2/ *Least Absolute Shrinkage and Selector Operator* (Lasso). Este é um modelo que penaliza a soma do valor absoluto dos coeficientes das variáveis explicativas e tem por característica a capacidade de, sob certas condições, selecionar, de um conjunto potencialmente grande de variáveis, apenas aquelas que sejam relevantes. O período da amostra abrange agosto de 1999 a dezembro de 2019 e as variáveis estão acumuladas em três meses.

3/ A última etapa é conduzida para evitar correlações nitidamente espúrias.

4/ Primeiro, para cada item mapeado do IPCA, os componentes mapeados do IPA são ponderados usando os coeficientes (β) do Lasso: $p_k = \beta_k / \sum \beta_i$. Em seguida, os valores obtidos no procedimento anterior são ponderados usando os pesos do IPCA.

5/ O peso relativamente pequeno dos componentes do IPA com correspondência se deve à dominância de matérias primas brutas e insumos nesse índice de preços.

Os Gráficos 3 e 4 apresentam as séries construídas e sua relação. Nota-se que as séries agora apresentam trajetória mais próxima, havendo ganho substancial no ajuste da reta de regressão. Ainda assim, observou-se discrepância relevante nos dois pontos mais recentes em 2020. Nos três meses encerrados em agosto de 2020, o IPCA-correspondente apresentou alta de 1,93% e o IPA-correspondente subiu 6,41%. As variações equivalentes nas séries originais de IPCA e IPA são 0,86% e 11,17%, respectivamente.

Gráfico 3 – IPCA e IPA-DI correspondentes

Var. % em 3 meses

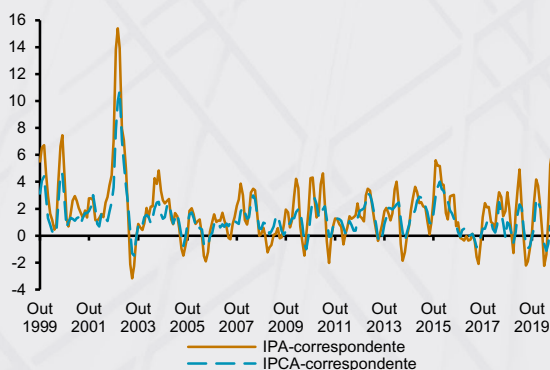
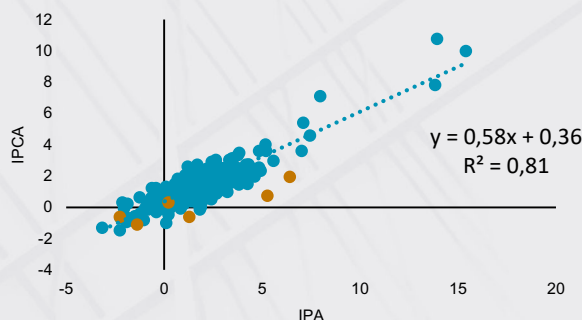


Gráfico 4 – Correlação entre IPCA e IPA-DI correspondentes

Var. % em 3 meses



A relação entre o IPCA e o IPA correspondentes também pode ser avaliada em termos desagregados. Os Gráficos 5 a 10 apresentam as séries temporais e a dispersão para os segmentos (com correspondência) de alimentos, bens industriais e monitorados, de acordo com a classificação do IPCA. Nos três casos a variação na ponta do IPCA é mais baixa que a do IPA, mas destacam-se as diferenças observadas para os preços de bens industriais e monitorados.

Gráfico 5 – Alimentação

Var. % em 3 meses

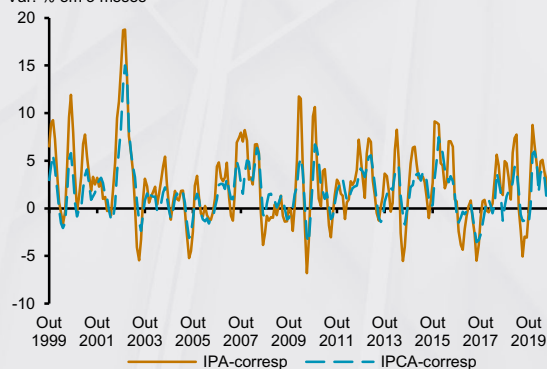


Gráfico 6 – Correlação em alimentação

Var. % em 3 meses

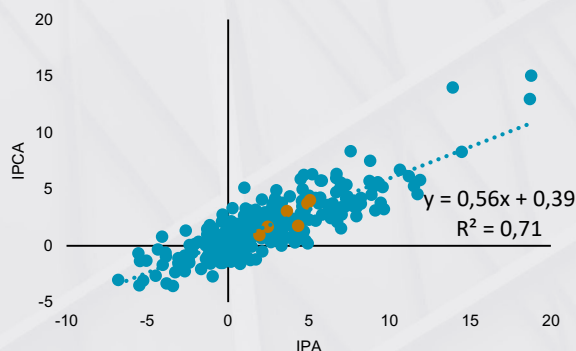


Gráfico 7 – Bens industriais

Var. % em 3 meses

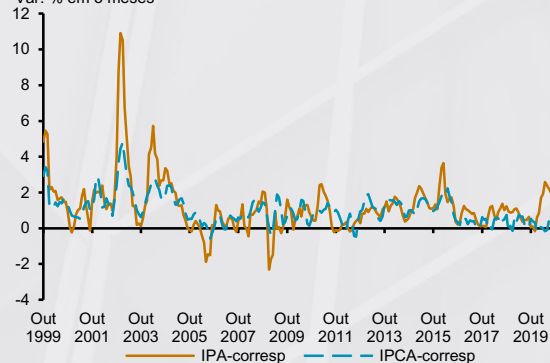


Gráfico 8 – Correlação em bens industriais

Var. % em 3 meses

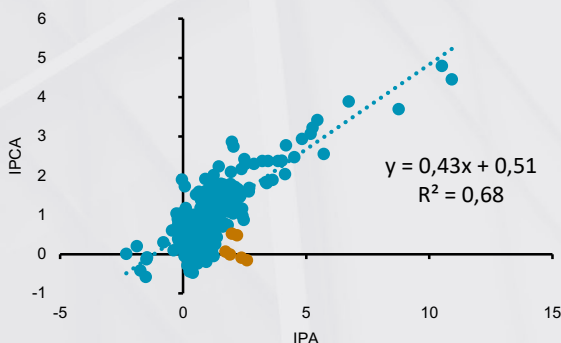
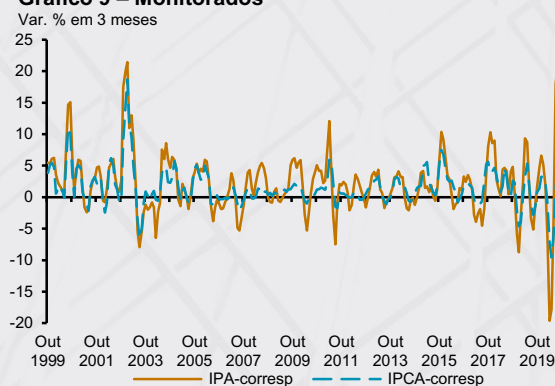
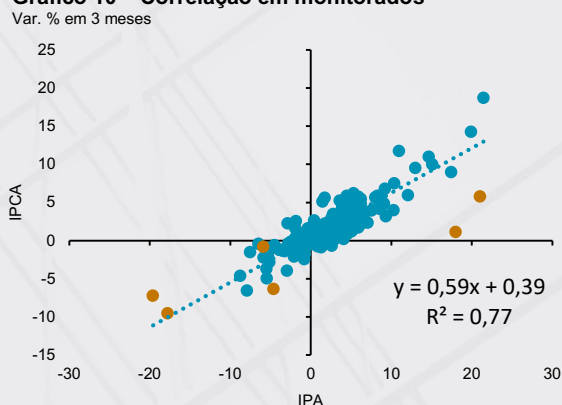


Gráfico 9 – Monitorados**Gráfico 10 – Correlação em monitorados**

A Tabela 1 apresenta os componentes com maior discrepância considerando-se os três meses terminados em agosto. Destaca-se a grande influência de combustíveis para veículos, que contribuiu com -2,5 p.p. para a diferença de -4,5 p.p entre IPCA-correspondente e IPA-correspondente. Observe-se, contudo, que nos meses anteriores o descolamento em monitorados teve magnitude grande em sentido contrário. Tais discrepâncias podem advir de repasse incompleto – por exemplo, pelo fato de o preço ao produtor ser apenas uma parte do preço final ao consumidor –, de repasse defasado, ou mesmo de imperfeições no mapeamento. No caso de combustíveis para veículos, a primeira hipótese parece explicar a maior parte do descolamento.⁶

Tabela 1 – Correspondência para itens selecionados

Variações e contribuições nos três meses encerrados em agosto

Item no IPCA	Correspondências no IPA	Peso no IPCA-corresp	IPCA %	IPA-corresp %	Contribuição (p.p.)
Combustíveis (veículos)	Biocombustíveis, gasolina automotiva, produtos derivados do petróleo	10,4	9,7	33,8	-2,5
Leites e derivados	Leite <i>in natura</i> , laticínios e leite industrializado	3,3	6,5	22,6	-0,5
Combustíveis (domésticos)	Gás liquefeito de petróleo (GLP)	2,4	1,6	19,0	-0,4
Veículo próprio	Automóveis para passageiros, estruturas metálicas, couros	22,6	0,4	1,8	-0,3

Em resumo, o ajuste de composição é capaz de explicar parte relevante da discrepância histórica entre os dois indicadores de preço, e o descolamento recente nas séries ajustadas decorre, em grande medida, da evolução dos preços de combustíveis – cujo repasse é incompleto e relativamente rápido, e que apresentaram descolamento em sentido contrário nos meses anteriores. Feitas essas considerações, é possível que o movimento distinto do IPCA-correspondente e do IPA-correspondente reflita parcialmente alguma defasagem de repasse em determinados itens.⁷ Contudo, as condições atuais da economia, em particular o elevado grau de ociosidade, podem contribuir para que o eventual repasse seja menor que o usual.

6/ O boxe “Repasse dos preços internacionais para a gasolina” do Relatório de Inflação de junho de 2020 aborda essa questão para o caso da gasolina, que se destaca em termos de descolamento entre IPCA e IPA.

7/ O exercício aqui realizado tende a capturar um dos últimos elos de repasse na cadeia de produção (do preço ao produtor do bem final para o consumidor).

Perspectivas para a inflação

2

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2023, 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 15 e 16.9.2020 (233ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo BCB, a data de corte é 11.9.2020, 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.

A partir do Relatório de dezembro deste ano, o BCB publicará cenário que utiliza taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo trajetória de acordo com a teoria da paridade do poder de compra (PPC).¹⁶ Esse será o único cenário a ser publicado de forma sistemática pelo BCB. A Instituição vem trabalhando

16/ Para mais detalhes, ver box “Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra”, deste Relatório.

em medidas para aumentar a efetividade de sua comunicação com a sociedade, tornando-a mais clara e relevante. Nesse sentido, a publicação, como regra, de apenas um cenário central de projeções de inflação evita sobrecarregar os documentos de divulgação do Copom com comparação mecânica de cenários. Esse procedimento é usual na experiência internacional de bancos centrais e permitirá aprofundar o foco na análise econômica das projeções, tornando o documento mais simples e efetivo. Isso não exclui a possibilidade de publicação de cenários alternativos, considerando diferentes hipóteses para a taxa de câmbio e outras variáveis relevantes, a exemplo dos que foram publicados no Relatório anterior.¹⁷

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 agosto, a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, situou-se apenas 0,01 p.p. abaixo do cenário básico apresentado no Relatório de Inflação anterior (Tabela 2.1). O resultado confirmou a perspectiva de inflação mais alta comparativamente ao trimestre anterior, quando do momento mais agudo da pandemia, com recuperação no preço dos combustíveis e ocorrência de reajustes de alguns preços administrados que haviam sido postergados.

Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	Variação %				
	2020				
	Jun	Jul	Ago	No trim.	12 meses até ago.
Cenário do Copom ^{1/}	0,22	0,43	0,22	0,87	2,45
IPCA observado	0,26	0,36	0,24	0,86	2,44
Surpresa	0,04	-0,07	0,02	-0,01	-0,01

Fontes: IBGE e BCB

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

17/ Ver boxe “Cenários alternativos de projeção de inflação: impactos de choques de demanda e de oferta”, Relatório de Inflação de junho de 2020.

Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo

	Variação %				
	2020				
	Set	Out	Nov	No trim.	12 meses até nov.
Cenário do Copom ^{1/}	0,40	0,30	0,27	0,97	2,85

Fontes: IBGE e BCB

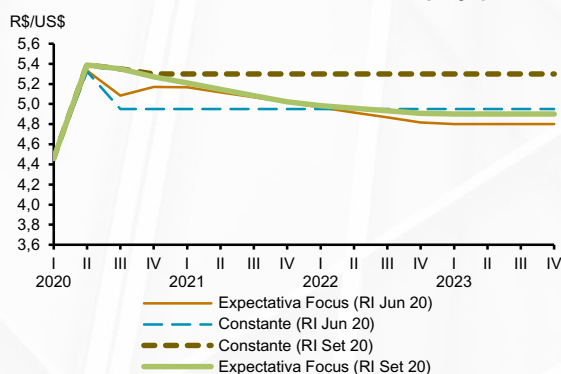
1/ Cenário na data de corte.

A composição da inflação no período foi diferente do que se projetava. Por um lado, a inflação de serviços surpreendeu para baixo, com destaque para subitens do grupo educação, passagem aérea e empregado doméstico. Por outro, houve alta mais forte do que a antecipada nos preços de vários alimentos, com carnes exercendo a maior influência, e nos preços administrados, refletindo o impacto da depreciação do real e da alta do petróleo sobre os preços domésticos dos combustíveis.

As projeções de curto prazo no cenário básico do Copom consideram variações de 0,40%, 0,30% e 0,27% para os meses de setembro, outubro e novembro, respectivamente (Tabela 2.2). Caso se concretize, a inflação de 0,97% no trimestre implicará aumento da inflação acumulada em doze meses, de 2,44% em agosto para 2,85% em novembro. Em dezembro, a inflação acumulada em doze meses deve recuar acentuadamente, para cerca de 2,1%, com o descarte da alta atipicamente elevada observada em dezembro de 2019, na esteira do choque nos preços das carnes.

O cenário projetado para os próximos meses contempla alta relevante dos preços livres e variação contida dos preços administrados. Nos preços livres, destacam-se a pressão sobre o preço dos alimentos e a reversão da queda nos preços de serviços. O aumento dos índices de mobilidade deve resultar em elevação de preços que ainda estão deprimidos, como os de passagem aérea, hospedagem, alimentação fora do domicílio e vestuário. Nos preços administrados, destaca-se o recuo que será registrado nas tarifas de plano de saúde em setembro, refletindo a suspensão dos reajustes no ano de 2020¹⁸, e a projeção de redução no preço da gasolina a partir de outubro.

Gráfico 2.1 – Taxa de câmbio 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\$5,30/US\$¹⁹, acima do valor de R\$4,95/US\$ do Relatório de Inflação de junho de 2020 (Gráfico 2.1). A mediana das expectativas para a taxa de câmbio

18/ A data-base dos reajustes é maio. Como o reajuste a ser aplicado ainda não havia sido anunciado, o IPCA vem repetindo para o subitem plano de saúde a variação de 0,60% ao mês, compatível com o reajuste do ano anterior. Definido que não haverá reajuste neste ano, e conforme a metodologia do índice, a variação em setembro será negativa para compensar a variação lançada a mais entre maio e agosto, corrigindo assim o nível de preço.

19/ 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.

Gráfico 2.2 – Meta da taxa Selic usada nas projeções

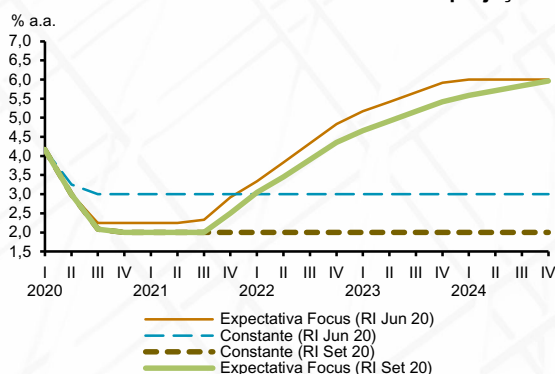


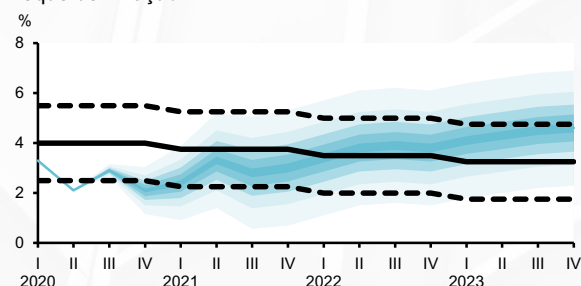
Tabela 2.3 – Projeções centrais de inflação em diferentes cenários

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	III		2,9	2,9	2,9	2,9
2020	IV	4,00	2,1	2,1	2,1	2,1
2021	I		2,4	2,3	2,4	2,3
2021	II		3,3	3,2	3,3	3,2
2021	III		2,8	2,6	2,8	2,6
2021	IV	3,75	3,0	2,6	2,9	2,7
2022	I		3,4	2,8	3,2	3,0
2022	II		3,8	3,2	3,5	3,5
2022	III		3,9	3,2	3,4	3,6
2022	IV	3,50	3,8	3,1	3,3	3,6
2023	I		4,1	3,2	3,3	3,9
2023	II		4,3	3,2	3,3	4,1
2023	III		4,5	3,2	3,3	4,4
2023	IV	3,25	4,6	3,3	3,3	4,6

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



para os finais de ano, extraídas da pesquisa Focus de 11.9.2020, é de apreciação para o restante de 2020 e para 2021 e 2022, seguido de estabilidade em 2023. Nessa trajetória, a taxa de câmbio é de R\$5,25/US\$ e R\$5,00/US\$ nos finais de 2020 e 2021, respectivamente, terminando os dois anos seguintes em R\$4,90/US\$.

No caso da taxa Selic, na comparação com o Relatório de junho, o valor suposto nos cenários que utilizam taxa constante reduziu-se de 3,00% a.a. para 2,00% a.a. (Gráfico 2.2). A mediana das expectativas extraídas da pesquisa Focus de 11.9.2020 é de manutenção da taxa Selic em 2,00% a.a. até outubro de 2021, quando aumenta para 2,50% a.a. Termina o ano nesse valor, mas volta a crescer, para 3,00% a.a., em janeiro de 2022 e termina o ano em 4,50% a.a., chegando a 5,50% a.a. e 6,00% a.a. no final de 2023 e 2024, respectivamente.²⁰ Na comparação entre as pesquisas de 12.6.2020 e 11.9.2020, a taxa Selic é mais baixa em todo o horizonte considerado, à exceção do final de 2024 (Gráfico 2.2).

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 2,13% no segundo trimestre de 2020, termina 2020 ao redor de 2,1%, subindo para 3,0% em 2021, 3,8% em 2022 e 4,6% em 2023 (Tabela 2.3, Gráfico 2.3 e Tabela 2.4). Nesse cenário, as projeções

20/ Como descrito no boxe “Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana”, deste Relatório, na curva IS, a taxa Selic utilizada refere-se à trajetória um ano à frente. Portanto, a taxa de juros utilizada ao longo de 2023 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2024.

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	III	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0
2020	IV	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5
2021	I	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5	2,7	3,0
2021	II	2,5	2,9	3,2	3,3	3,4	3,7	4,1
2021	III	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7
2021	IV	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9
2022	I	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3
2022	II	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7
2022	III	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2022	IV	2,9	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3	4,7
2023	I	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0
2023	II	3,4	3,8	4,1	4,3	4,5	4,8	5,2
2023	III	3,6	4,0	4,3	4,5	4,7	5,0	5,4
2023	IV	3,7	4,1	4,4	4,6	4,8	5,1	5,5

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

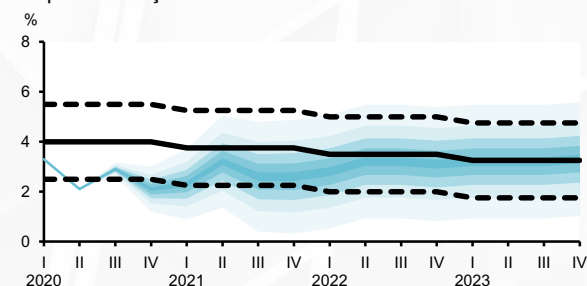
Tabela 2.5 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – Cenário com Selic e câmbio constantes

Ano	Trim.	RI de junho	RI de setembro
2020	III	2,7	2,9
2020	IV	1,9	2,1
2021	I	2,4	2,4
2021	II	3,6	3,3
2021	III	3,2	2,8
2021	IV	3,0	3,0
2022	I	3,2	3,4
2022	II	3,4	3,8
2022	III	3,5	3,9
2022	IV	3,6	3,8
2023	I		4,1
2023	II		4,3
2023	III		4,5
2023	IV		4,6

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

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

Leque de inflação



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

para a inflação de preços administrados são de cerca de 0,0%, 4,3%, 3,9% e 4,4% para 2020, 2021, 2022 e 2023, respectivamente.

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 76%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 5% para o limite superior e 30% para o limite inferior; para 2022, os valores são de 20% e 10%, respectivamente; e para 2023, os valores são de 46% e 2%.

Na comparação com o Relatório de Inflação de junho de 2020 (Tabela 2.5), as projeções de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes tiveram elevação em 2020 (0,2 p.p.), estabilidade em 2021 e aumento em 2022 (0,2 p.p.). Como fatores que pressionaram as projeções para cima, destacam-se a taxa de câmbio mais depreciada e a taxa Selic mais baixa utilizadas no cenário, a elevação dos preços de *commodities* (medidos pelo IC-Br) e a política fiscal mais expansionista. Especificamente para 2020, a projeção de inflação foi puxada pela alta nos preços dos alimentos e pela normalização parcial do preço de alguns serviços. No caso dos preços administrados, houve redução das projeções para 2020 e aumento para 2021. Aumentos que estavam sendo considerados para 2020 passaram a ser projetados para 2021, como é o caso dos preços dos produtos farmacêuticos. No sentido de reduzir as projeções, destacam-se efeitos desinflacionários mais acentuados da abertura do hiato do produto. A incorporação de efeitos de possível ocorrência do evento *La Niña* pressiona a inflação para cima em 2021 e para baixo em 2022.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em agosto (232ª reunião), houve aumento de 0,2 p.p. para 2020, estabilidade para 2021 e elevação de 0,1 p.p. para 2022 (ver Ata da 232ª reunião). Os fatores principais foram basicamente os mesmos apontados na comparação com as projeções do Relatório de junho.

No cenário com taxas Selic e de câmbio da pesquisa Focus, a projeção central indica que a inflação finaliza 2020 em torno de 2,1% e sobe para cerca de 2,6%, 3,1% e 3,3% em 2021, 2022 e 2023, respectivamente (Gráfico 2.4 e Tabela 2.6). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de -0,1%, 3,7%, 3,2% e 3,7%.

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

Ano	Trim.							
		50%			30%			
		10%		Central				
2020	III	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0
2020	IV	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5
2021	I	1,7	2,0	2,2	2,3	2,4	2,6	2,9
2021	II	2,4	2,8	3,1	3,2	3,3	3,6	4,0
2021	III	1,7	2,1	2,4	2,6	2,8	3,1	3,5
2021	IV	1,7	2,1	2,4	2,6	2,8	3,1	3,5
2022	I	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7
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	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0
2023	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2023	II	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2023	III	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2023	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 junho	RI de setembro
2020	III	3,0	2,9
2020	IV	2,4	2,1
2021	I	3,0	2,3
2021	II	4,1	3,2
2021	III	3,5	2,6
2021	IV	3,2	2,6
2022	I	3,2	2,8
2022	II	3,3	3,2
2022	III	3,2	3,2
2022	IV	3,2	3,1
2023	I		3,2
2023	II		3,2
2023	III		3,2
2023	IV		3,3

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 próximas de 0% e ao redor de 77%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 3% para o limite superior e 40% para o limite inferior; para 2022, os valores são de 9% e 21%, respectivamente; e para 2023, os valores são de 15% e 13%.

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de junho de 2020 (Tabela 2.7), as projeções de inflação tiveram queda (0,3 p.p. em 2020, 0,6 p.p. em 2021 e 0,1 p.p. em 2022). Na comparação com o cenário com Selic e câmbio constantes, as projeções foram mais impactadas para baixo pelo fato de a queda na trajetória da taxa Selic da pesquisa Focus ter sido menor do que a de taxa constante (Gráfico 2.2) e a trajetória de câmbio da pesquisa Focus não ter variado muito entre os dois Relatórios, diferentemente do que ocorreu com as trajetórias de câmbio constante (Gráfico 2.1).

As projeções nesse cenário são inferiores às do cenário com Selic e câmbio constantes a partir do primeiro trimestre de 2021. Na pesquisa Focus, a trajetória da Selic mais alta que a do cenário com Selic constante a partir do quarto trimestre de 2021 e a trajetória de apreciação cambial na maior parte do horizonte considerado explicam essa diferença.

No cenário híbrido com câmbio constante e taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, as projeções de inflação são de cerca de 2,1% para 2020, 2,9% para 2021 e 3,3% para 2022 e 2023 (Tabela 2.8). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 0,0%, 4,3%, 3,7% e 3,8% para 2020, 2021, 2022 e 2023, respectivamente.

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 77%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 4% para o limite superior e 32% para o limite inferior; para 2022, os valores são de 11% para o limite superior e 17% para o inferior; para 2023, os valores são de 15% e 13%, respectivamente.

Nesse cenário, em comparação com o Relatório anterior, as projeções de inflação subiram para 2020 (0,1 p.p.) e caíram para os anos seguintes (0,3 p.p. e 0,2 p.p. para 2021 e 2022, respectivamente). Na

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%						
		10%						
		Central						
2020	III	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	3,0	3,0
2020	IV	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5
2021	I	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5	2,7	3,0
2021	II	2,5	2,9	3,2	3,3	3,4	3,7	4,1
2021	III	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7
2021	IV	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,4	3,8
2022	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
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	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2023	I	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2023	II	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2023	III	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2023	IV	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2

de recuperação dos índices de mobilidade e do nível de atividade. Os preços administrados devem apresentar variação contida, destacando-se o recuo nas tarifas de plano de saúde em setembro e a queda projetada para o preço da gasolina a partir de outubro.

As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 1,9%, 3,0% e 3,5%, respectivamente.

Em sua reunião mais recente (233ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa básica de juros em 2,00% 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 e, em grau menor, o de 2022.

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, notadamente quando essa ociosidade está concentrada no setor de serviços. Esse risco se intensifica caso uma reversão mais lenta dos efeitos da pandemia prolongue o ambiente de elevada incerteza e de aumento da poupança precaucional. 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 ao 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 a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo monetário extraordinariamente elevado, mas reconhece que, devido a questões prudenciais e de estabilidade financeira, o espaço remanescente para utilização da política monetária, se houver, deve ser pequeno. Consequentemente, eventuais ajustes futuros no atual grau de estímulo ocorreriam com gradualismo adicional e dependerão da percepção sobre a trajetória fiscal, assim como de novas informações que alterem a atual avaliação do Copom sobre a inflação prospectiva.

De forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, o Copom considera apropriado manter uma “prescrição futura” (isto é, um *forward guidance*) como um instrumento de política monetária adicional. Nesse sentido, e apesar de uma assimetria em seu balanço de riscos, o Copom não pretende reduzir o grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essa intenção é condicional à manutenção do atual regime fiscal e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.

Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana

Com o propósito de auxiliar o processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom), o Banco Central do Brasil (BCB) utiliza diversos modelos para projetar variáveis macroeconômicas, construir cenários e simular efeitos de políticas econômicas. Na elaboração de suas projeções, os modelos são combinados com o exercício de julgamento e análise de um amplo conjunto de informações.

Este boxe apresenta um novo modelo, pertencente à categoria de modelos agregados semiestruturais de pequeno porte.¹ O modelo é estimado com técnicas bayesianas, que oferecem maior flexibilidade em relação a métodos econométricos tradicionais. Uma das principais características do novo modelo é a estimação endógena de variáveis econômicas não-observáveis, como o hiato do produto e a taxa de juros real neutra. Além disso, incorpora novos aperfeiçoamentos, como a representação endógena das expectativas de inflação e uma equação para a taxa de câmbio seguindo a paridade descoberta da taxa de juros.

Especificação do novo modelo

Em linhas gerais, embora o novo modelo apresente inovações importantes, sua especificação segue uma linha semelhante à do modelo descrito no boxe “Modelo agregado de pequeno porte – 2017”², mantendo a abordagem de focar nas principais relações econômicas relevantes para análise da política monetária. As principais equações do novo modelo são as seguintes: i) curva IS, que determina a trajetória do hiato do produto; ii) curva de Phillips para a inflação de preços livres; iii) regra de Taylor, que representa a função de reação de um banco central ao desvio das expectativas de inflação em relação à meta e à abertura do hiato do produto; iv) paridade descoberta de juros (*Uncovered Interest Parity* – UIP), que descreve a relação entre a variação na taxa de câmbio e o diferencial de juros internos e externos e um prêmio de risco; e v) curva de expectativas de inflação, que reagem endogenamente ao modelo.³

A curva IS descreve a dinâmica do hiato do produto como função de suas defasagens, do hiato de taxa de juros real *ex-ante*, da incerteza econômica e de variáveis fiscais externas, a saber:

$$(1) \quad h_t = \sum_{i \geq 1} \beta_{1i} h_{t-i} - \sum_{j \geq 0} \beta_{2j} \hat{r}_{t-j} - \sum_{k \geq 0} \beta_{3k} \hat{r}p_{t-k} + \sum_{l \geq 0} \beta_{4l} h_{t-l}^* - \sum_{m \geq 0} \beta_{5m} \hat{e}_{t-m} + \epsilon_t^h,$$

onde h é o hiato do produto (tratada como uma variável não-observável estimada no próprio modelo); $\hat{r}$ é uma medida de hiato da taxa de juros real, que é obtida pela diferença da taxa real de juros esperada (expectativa da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) um ano à frente desinflacionada pela expectativa de inflação referente ao mesmo período) e a taxa de juros real neutra (tratada como uma variável não-observável); $\hat{r}p$ representa uma medida do resultado primário do governo central corrigido

1/ A denominação “agregado” vem do procedimento de modelar a inflação de preços livres sem desagregações. O BCB tem publicado informações sobre a estrutura dos seus modelos pequenos, sendo as mais recentes os boxes “Modelo agregado de pequeno porte – 2017” (Relatório de Inflação de junho de 2017) e “Modelo de preços desagregados de pequeno porte – 2018” (Relatório de Inflação de junho de 2018).

2/ Relatório de Inflação de junho de 2017. Modelo estimado usando o Método Generalizado de Momentos (GMM, na sigla em inglês).

3/ Ressalta-se que os modelos utilizados para preços administrados seguem basicamente os apresentados em “Reformulação dos modelos de projeção de médio prazo dos preços administrados”, no Relatório de Inflação de setembro de 2017. Na elaboração de projeções, utilizam-se também as projeções dos especialistas.

pelo ciclo econômico e por *outliers*; h^* é uma medida do hiato do produto mundial relevante para a economia brasileira⁴; $\hat{\epsilon}$ representa uma medida do grau de incerteza na economia⁵; e, por fim, ϵ_t^h é um termo de erro.

A curva de Phillips para a inflação de preços livres é representada por:

$$(2) \quad \pi_t^{L,sa} = \sum_{i \geq 1} \alpha_{1i} \pi_{t-i}^{L,sa} + \left(1 - \sum_{i \geq 0} \alpha_{1i}\right) \pi_{t,t+4|t}^e + \sum_{j \geq 0} \alpha_{2j} \hat{\pi}_{t-j}^* + \sum_{k \geq 0} \alpha_{3k} \widehat{\Delta e}_{t-k} + \sum_{l \geq 0} \alpha_{4l} h_{t-l} + \sum_{m \geq 0} \alpha_{5m} \text{Clima}_t^2 + \epsilon_t^L,$$

onde $\pi_t^{L,sa}$ é a inflação de preços livres do IPCA com ajuste sazonal; $\pi_{t,t+4|t}^e$ é a expectativa em t , apurada pela pesquisa Focus, acerca da inflação esperada para quatro trimestres à frente; $\hat{\pi}_{t-j}^*$ é o desvio da inflação externa, medida pelo Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) em reais, em relação à meta de inflação doméstica; $\widehat{\Delta e}_{t-k}$ é o desvio da variação da taxa de câmbio (R\$/US\$) em relação à sua variação de longo prazo prevista pela teoria da paridade do poder de compra (PPC)⁶; Clima_t^2 representa a variável que captura choques de oferta provenientes de anomalias climáticas⁷; e ϵ_t^L é um termo de erro.

A função de reação do banco central, representada aqui por uma Regra de Taylor, é dada por:

$$(3) \quad i_t = \sum_{j \geq 1} \theta_j i_{t-j} + \left(1 - \sum_{j \geq 1} \theta_j\right) * [r^{eq} + \pi^{meta} + \theta_k (\pi_{t,t+4|t}^e - \pi^{meta}) + \theta_l h_t] + \epsilon_t^i,$$

onde i_t representa a taxa Selic nominal, que é função de seu próprio valor no passado e de respostas do banco central aos desvios das expectativas de inflação em relação à meta e ao hiato do produto. A taxa de juros real neutra é representada por r^{eq} e a meta para a inflação por π^{meta} .

A equação da paridade descoberta da taxa de juros, abaixo, relaciona a variação da taxa de câmbio (Δe_t) com a variação do diferencial de juros (i_t^{dif}) domésticos e externos (no caso, a *Fed Funds rate*), ajustados pelo prêmio de risco, medido nesta estimação pelo *Credit Default Swap* (CDS) de cinco anos para o Brasil. A variação esperada para o câmbio no longo prazo (Δe^{ppc}) segue a PPC e é dada pelo diferencial entre a meta de inflação doméstica e a inflação de equilíbrio externa (π^{ss})⁸:

$$(4) \quad \Delta e_t = \Delta e^{ppc} - \beta_1 (i_t^{dif} - i_{t-1}^{dif}) + \epsilon_t^e \quad \text{onde:}$$

$$(5) \quad i_t^{dif} = i_t - (i_t^* + \alpha_1 \text{CDS}_t),$$

$$(6) \quad \Delta e^{ppc} = \pi^{meta} - \pi^{ss}.$$

A equação das expectativas de inflação busca manter a coerência e consistência entre as expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e as demais variáveis do modelo, capturando, por exemplo, alterações esperadas na pesquisa Focus caso haja mudanças em condicionantes relevantes, como na taxa de câmbio, na Selic, nos preços de *commodities*, na atividade econômica, entre outros. A equação é dada por:

$$(7) \quad \hat{\pi}_{t,t+4|t}^e = \sum_{j \geq 1} \varphi_{1j} \hat{\pi}_{t-j,t-j+4|t-j}^e + \varphi_2 E_t \hat{\pi}_{t,t+4} + \sum_{k \geq 1} \varphi_{3k} (\hat{\pi}_{t-k}) + \sum_{m \geq 0} \varphi_{4m} \hat{\pi}_{t-m}^{petro} + \sum_{n \geq 0} \varphi_{5n} \widehat{\Delta e}_{t-n} + \sum_{p \geq 0} \varphi_{6p} h_{t-p} + \epsilon_t^e,$$

4/ Calculado a partir da combinação do PIB de diversos países, onde o peso utilizado para cada país é baseado em sua participação nas exportações brasileiras.

5/ Na presente estimação, foi utilizado o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), produzido pela Fundação Getúlio Vargas, como desvio da sua média.

6/ Esse termo procura captar possíveis efeitos da taxa de câmbio que não passam pelo preço de *commodities*.

7/ Em virtude do papel que os fenômenos *El Niño* e *La Niña* exercem para o comportamento da inflação de alimentos, utiliza-se variável de controle que reflete as temperaturas do Oceano Pacífico. A série utilizada é o *Oceanic Niño Index* (ONI), provida pelo *Climate Prediction Center*, vinculado ao *National Oceanic and Atmospheric Administration* (NOAA) – EUA. Para mais detalhes, ver boxe “Modelo agregado de pequeno porte – 2017” (Relatório de Inflação de junho de 2017).

8/ Sobre a utilização da PPC em projeções, vide boxe “Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra”, neste Relatório.

onde $\hat{\pi}_{t,t+4|t}^e$ é o desvio de expectativa de inflação para os próximos quatro trimestres à frente apurada pela pesquisa Focus em relação à meta de inflação; $E_t \hat{\pi}_{t,t+4}$ representa a expectativa de inflação consistente com o modelo (*model-consistent expectations*); $\hat{\pi}_t$ é o desvio da inflação em relação à meta de inflação; $\hat{\pi}_t^{petro}$ é o desvio da inflação do preço do barril de petróleo do tipo Brent em relação à meta de inflação externa de longo prazo; e ϵ_t^e é um termo de erro de medida. Essa equação procura captar fatores que afetam as expectativas de inflação da pesquisa Focus, ao mesmo tempo que permite algum grau de ajustamento consistente com o modelo.

O novo modelo é implementado em representação de espaço de estados por meio de um filtro de Kalman, que permite a introdução de variáveis não-observáveis no modelo. Em particular, o modelo introduz o hiato do produto como uma variável não-observável, cuja trajetória incorpora informação de quatro variáveis de atividade econômica, referentes ao produto na economia e à ociosidade dos fatores de produção. Especificamente, são utilizados o Produto Interno Bruto (PIB), o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci, calculado pela Fundação Getúlio Vargas – FGV), a taxa de desocupação (medida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE) e as contratações líquidas medidas pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged – Ministério da Economia). A especificação das equações de observação dessas quatro variáveis procura captar o componente cíclico comum a essas medidas de atividade, normalizadas pela variância do PIB:

$$(8) \quad fpib_t = h_t + \sigma^h \epsilon_t^{pib}$$

$$(9) \quad fnuci_t = \gamma_{nuci} h_t + \sigma^h \epsilon_t^{nuci}$$

$$(10) \quad femp_t = \gamma_{unemp} h_{t-1} + \sigma^h \epsilon_t^{unemp}$$

$$(11) \quad fcaged_t = \gamma_{caged} h_{t-1} + \sigma^h \epsilon_t^{caged},$$

onde fx_t representa o componente cíclico da variável x no período t ; σ^h é a variância do erro de mensuração, que, por suposição, é igual para todas as observáveis; e os termos de erro são dados por ϵ . Ressalta-se, porém, que o modelo adiciona estrutura econômica ao condicionar o hiato também à sua relação com a inflação de preços livres (via curva de Phillips), expectativas de inflação de mercado, reação do banco central e a própria curva IS. Assim, a trajetória do hiato será influenciada pelo comportamento das variáveis do modelo, como o da inflação de preços livres.

A estimação foi realizada com dados trimestrais, considerando o período de 2003T4 a 2019T4. Excluiu-se, assim, o período inicial do regime de metas, caracterizado por elevada volatilidade, e o período atípico recente, afetado pela pandemia da Covid-19.

Estimativa de variáveis não-observáveis

O Gráfico 1a mostra a trajetória do hiato do produto no período de 2003T4 a 2020T2, obtida com a formulação e estimação apresentada neste box.⁹ Também apresenta o comportamento das quatro variáveis de atividade relacionadas. Note que a trajetória do hiato do produto não é determinada a partir de uma combinação fixa entre as variáveis. Em alguns momentos o hiato tem maior correspondência com a dinâmica do PIB e, em outros, com a dinâmica da utilização dos fatores de produção.

O comportamento do hiato está em linha com fatos estilizados da economia brasileira, como hiato exercendo pressões inflacionárias no período anterior ao início da crise global financeira, desinflacionárias no período

9/ A trajetória do hiato até 2020T2 foi obtida aplicando, sobre amostra estendida de dados de 2003T4 a 2020T2, o filtro de Kalman calibrado com parâmetros da estimação original com amostra 2003T4-2019T4.

imediatamente posterior e, depois, exercendo pressões inflacionárias nos anos seguintes. Também mostra o hiato exercendo pressões desinflacionárias nos últimos anos da amostra, embora em processo de fechamento até o final de 2019. Com o impacto da pandemia da Covid-19 neste ano, o hiato do produto teve significativa abertura em 2020T2. O Gráfico 1b apresenta a trajetória do hiato do produto junto com seu intervalo de confiança, evidenciando a incerteza envolvida na estimação dessa variável. Ressalta-se ainda que o BCB considera também outras medidas de hiato em seu processo decisório, obtidas por diferentes metodologias.

Gráfico 1a – Hiato do Produto

Hiato e variáveis observadas de atividade

%, p.p.

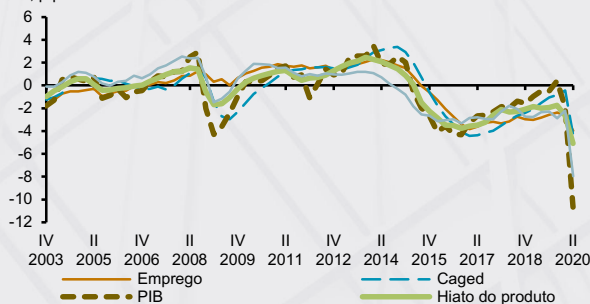
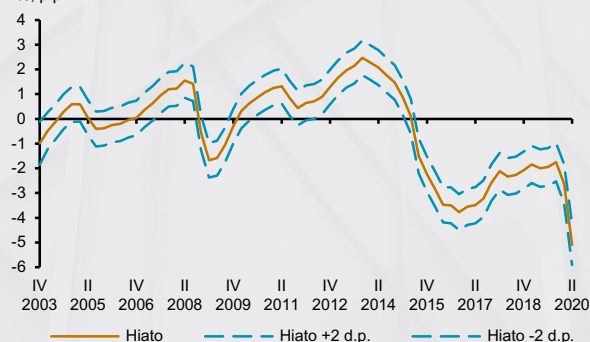


Gráfico 1b – Hiato do produto e intervalos de confiança estimados

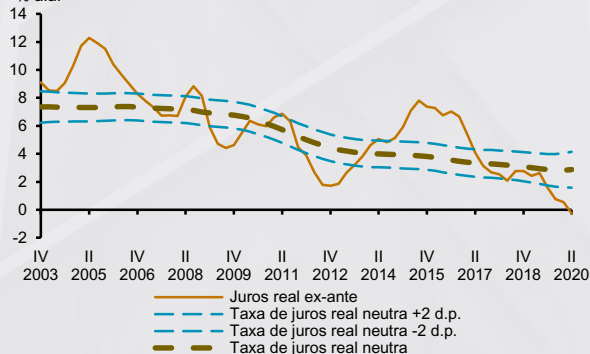
%, p.p.



Outro aspecto conveniente dessa metodologia é a possibilidade de estimar a trajetória da taxa Selic real neutra internamente e de forma consistente com a estrutura do modelo. A trajetória estimada com a especificação utilizada neste box é apresentada no Gráfico 2, juntamente com a taxa de juros real *ex-ante*, nesse caso, medida pela expectativa da taxa Selic ao longo de quatro trimestres à frente, desinflacionada pela expectativa de variação do IPCA para o mesmo período, ambas obtidas pela pesquisa Focus. Como indicativo de sensibilidade, o gráfico ainda apresenta o intervalo de mais ou menos dois desvios-padrão, obtido também por meio do filtro de Kalman. Observa-se um processo de queda da taxa de juros real neutra ao longo do tempo. Por outro lado, o tamanho do intervalo de confiança é um indicativo da elevada incerteza envolvendo

Gráfico 2 – Taxa de juros real neutra estimada

% a.a.



a estimativa dessa variável não-observável. Como no caso do hiato do produto, ressalta-se também que o BCB utiliza várias metodologias para o cálculo da taxa de juros real neutra.

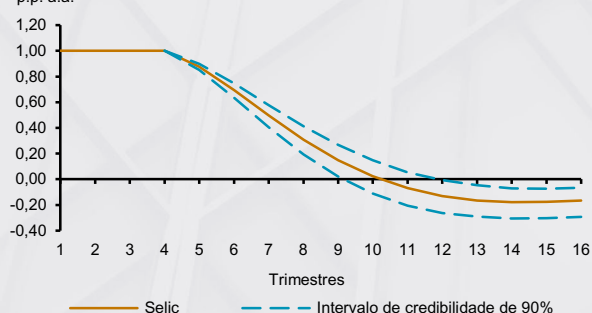
Funções de respostas ao impulso

Para ilustrar as propriedades do modelo, os Gráficos 3 a 6 apresentam as funções de resposta ao impulso de quatro diferentes choques nas variáveis econômicas e seu impacto na inflação, medida pela variação do IPCA¹⁰. Os gráficos à esquerda apresentam o comportamento da variável em que o choque é aplicado e os da direita o comportamento da inflação acumulada em quatro trimestres. Para se chegar às respostas de inflação, as simulações são realizadas incorporando também o modelo de preços administrados¹¹.

Na especificação estimada e apresentada neste box, um aumento temporário de 1 p.p. na taxa Selic, com duração de quatro trimestres, gera um efeito máximo de redução na inflação, acumulada em quatro trimestres, de aproximadamente 0,3 p.p. Por outro lado, uma depreciação cambial na ordem de 10% eleva a inflação acumulada em quatro trimestres em cerca de 0,7 p.p. no período de um ano após o choque (a inflação de preços livres aumenta em torno de 0,6 p.p. e a de preços administrados cerca de 1,1 p.p.).¹²

Gráfico 3a – Taxa de juros Selic após choque de política monetária^{1/}

p.p. a.a.



1/ Taxa Selic mais alta em 1 p.p. durante quatro trimestres consecutivos e depois segue a regra de Taylor

Gráfico 3b – Resposta da inflação ao choque na taxa de juros

Acumulada em quatro trimestres (p.p.)

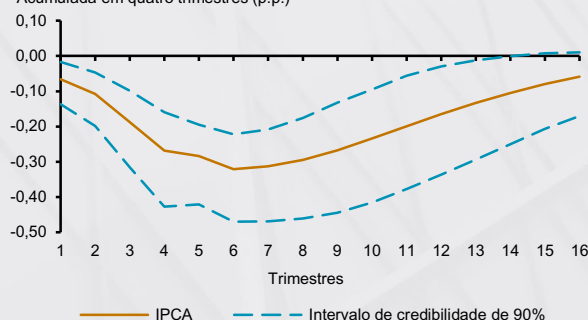
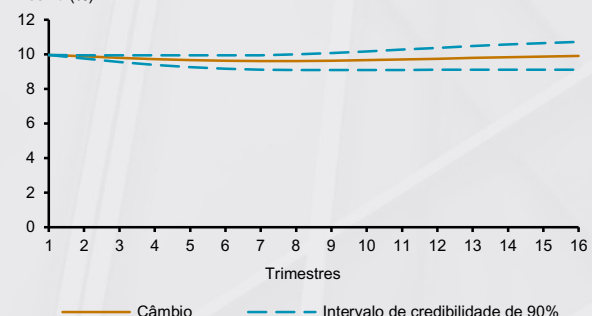


Gráfico 4a – Taxa de câmbio após choque de depreciação cambial^{1/}

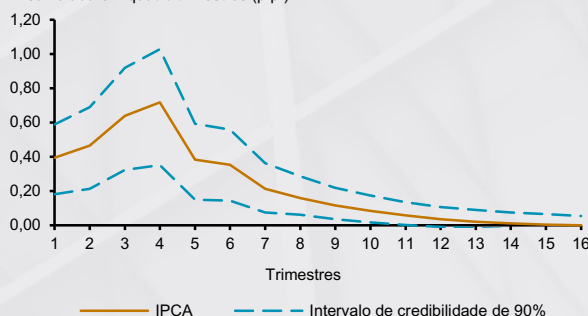
Desvio (%)



1/ Depreciação de 10% na taxa de câmbio em um trimestre

Gráfico 4b – Resposta da inflação ao choque de depreciação cambial

Acumulada em quatro trimestres (p.p.)

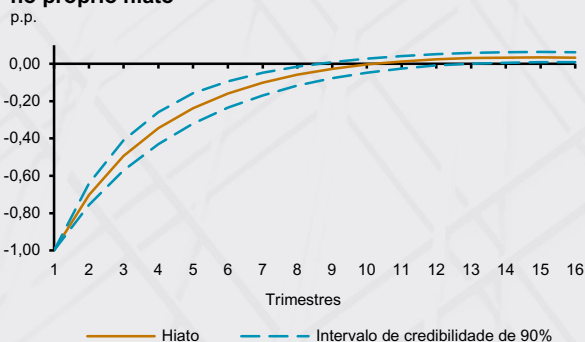


10/ As trajetórias de resposta ao impulso são apresentadas com intervalos de credibilidade de 90%, construídos a partir da distribuição posterior dos parâmetros obtida por estimação bayesiana.

11/ Ver box “Reformulação dos modelos de projeção de médio prazo dos preços administrados”, no Relatório de Inflação de setembro de 2017.

12/ A evolução da taxa de câmbio é também afetada pelo comportamento das variáveis do modelo depois do choque.

Gráfico 5a – Hiato do produto após choque no próprio hiato^{1/}



1/ Queda de 1 p.p. no hiato do produto doméstico durante um trimestre

Gráfico 5b – Resposta da inflação ao choque de hiato do produto

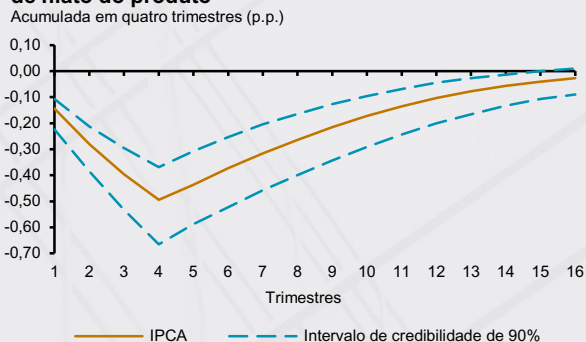
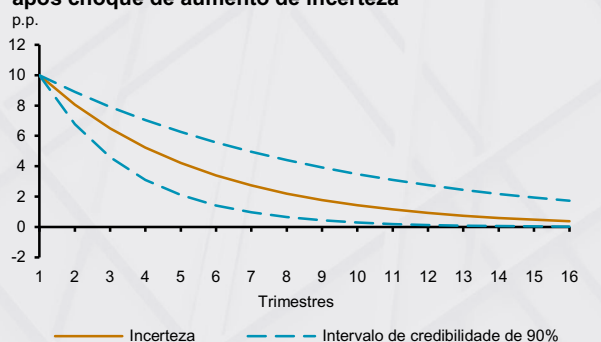
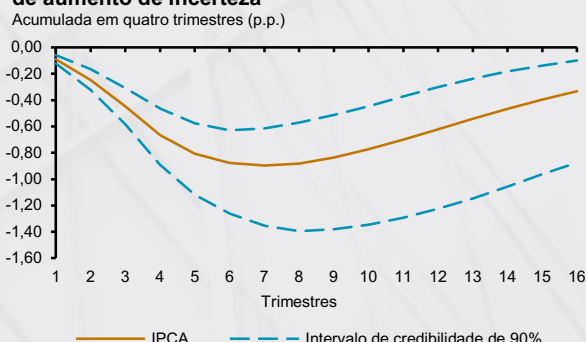


Gráfico 6a – Nível de incerteza econômica após choque de aumento de incerteza^{1/}



1/ Elevação da incerteza econômica em 10 pontos por um trimestre e depois segue um processo AR(1)

Gráfico 6b – Resposta da inflação ao choque de aumento de incerteza



Além disso, uma queda do hiato do produto de 1 p.p. produz uma redução na inflação, acumulada em quatro trimestres, de aproximadamente 0,5 p.p. no período de um ano após o choque. Por fim, um choque no grau de incerteza econômica de 10 pontos, medido pelo desvio do IIE-Br em relação à sua média, atinge um efeito máximo em aproximadamente sete trimestres, produzindo uma redução na inflação acumulada em quatro trimestres de cerca de 0,9 p.p.¹³

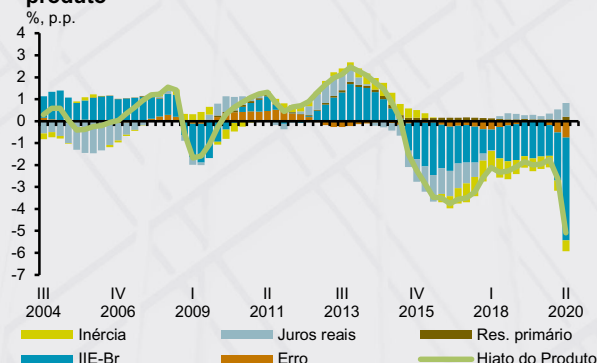
Decomposição dos fatores do hiato do produto e da inflação de preços livres

Por fim, os Gráficos 7 e 8 mostram a decomposição do hiato do produto e da inflação de preços livres em seus fatores determinantes, de acordo com as curvas IS e de Phillips estimadas. Nessa formulação, a contribuição da inércia advinda de impactos gerados até os quatro trimestres imediatamente anteriores é incorporada dentro dos próprios fatores que a produziram. Assim, o fator inércia inclui apenas a propagação de impactos que ocorreram em períodos anteriores a esses trimestres.

Nessa especificação, o comportamento cíclico do hiato do produto está bastante associado ao grau de incerteza econômica, medida pelo IIE-Br, que, por sua vez, sintetiza um conjunto relevante de informações vinculadas à perspectiva econômica. Além disso, percebe-se o papel dos ciclos de política monetária, incluindo o caráter estimulativo da política atual.

13/ Ressalta-se que esse exercício não considera os possíveis efeitos da incerteza sobre a taxa de câmbio, que atuam no sentido de aumentar a inflação. Para um exercício de modelagem conjunta de variáveis econômicas tratadas como exógenas, mas cujos comportamentos podem estar relacionados entre si, ver o box “Condicionamentos internamente consistentes para câmbio, incerteza econômica e risco-país”, do Relatório de Inflação de março de 2018.

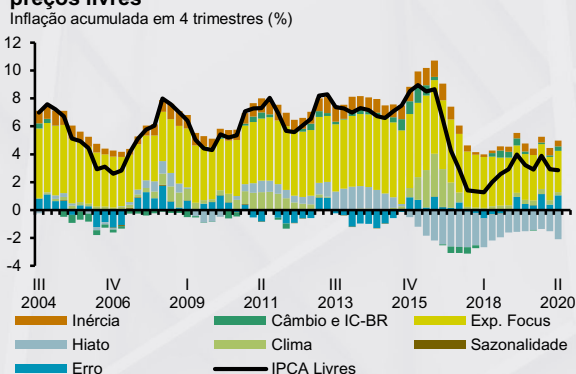
Gráfico 7 – Decomposição do hiato do produto



Em termos de decomposição da inflação de preços livres, nota-se grande participação das expectativas de inflação obtidas na pesquisa Focus. Entretanto, a interpretação desse resultado deve ser feita com cuidado. As expectativas refletem avaliações sobre o comportamento futuro de vários fatores que afetam a inflação, inclusive das variáveis que entram na curva IS (chamadas de *driving forces*). Por exemplo, expectativas de uma inflação baixa podem ser o resultado de avaliação de que o hiato do produto estará ou permanecerá negativo no futuro. Portanto, o efeito das expectativas também inclui, em maior ou menor medida, efeitos das outras variáveis da curva IS. Por outro lado, as expectativas também refletem o grau de credibilidade da autoridade monetária. Quando esta última é elevada, a reação das expectativas de inflação a choques na economia é de menor magnitude.

Interessante ainda é destacar o papel do hiato do produto nas flutuações da inflação de preços livres, tendo pressionado para baixo a inflação nos últimos anos. De acordo com essa decomposição, a queda nas expectativas de inflação e o hiato do produto negativo têm sido os principais fatores responsáveis pela redução de inflação verificada nos últimos anos.

Gráfico 8 – Decomposição da inflação de preços livres



Considerações finais

Em resumo, visando manter o nível de transparência que caracteriza as ações de política monetária, este box apresenta informações sobre um novo modelo que está sendo incorporado pelo BCB em sua coleção de modelos semiestruturais agregados de pequeno porte. Esse e outros modelos utilizados pelo BCB para efetuar análises de cenários e projeções estão em constante revisão e aperfeiçoamento.

Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra

As projeções de inflação do Banco Central do Brasil (BCB) são condicionais a trajetórias exógenas de determinadas variáveis. Essas trajetórias compõem o cenário prospectivo da economia e são oriundas de modelos satélites, de julgamentos do Comitê de Política Monetária (Copom) ou de regras simples que sejam convenientes do ponto de vista de análise econômica.

A taxa de câmbio é uma das variáveis-chave na construção das projeções de inflação. No Relatório de Inflação, o BCB publica cenários condicionais à trajetória de taxa de câmbio constante e à trajetória oriunda da pesquisa Focus. Em comunicados e atas, o BCB tem focado recentemente nos cenários nos quais a taxa de câmbio permanece constante ao longo de todo o horizonte de projeção.

A hipótese de trajetória de taxa de câmbio constante tem como qualidades a simplicidade e a consonância com evidências que apontam para as dificuldades em se prever a taxa de câmbio. Entretanto, essa hipótese não considera os potenciais efeitos do diferencial entre as inflações doméstica e externa sobre o câmbio. Na literatura econômica, a relação entre câmbio e diferencial de inflação é usualmente considerada por meio da teoria da paridade do poder de compra (PPC). Na sua versão em diferenças, a variação da taxa de câmbio deve ser dada pela diferença entre as inflações doméstica e externa. Dado que a inflação no Brasil tende a ser superior à externa, a adoção de hipótese de trajetória de câmbio de acordo com a PPC evitaria a utilização de trajetória de apreciação real do câmbio, apreciação essa que eventualmente levaria a uma subestimação das projeções de inflação. Essa hipótese também confere coerência entre as projeções e as condições teóricas de longo prazo da modelagem da curva de Phillips de preços livres.

Desse modo, visando aprimorar a formulação das projeções condicionais, o Copom decidiu que passará a utilizar cenário em que a taxa de câmbio evolui segundo a PPC, em substituição aos cenários de trajetória de câmbio constante. Considerando facilidade no processo de formulação das projeções e simplicidade de comunicação, o diferencial de inflação considerado será a diferença, a cada ano, entre a meta para a inflação no Brasil e a inflação externa de longo prazo, considerada aqui como de 2% a.a., em linha com a meta para a inflação da maioria dos países desenvolvidos.

Para que haja maior consistência interna entre os condicionantes, assumir-se-á, nesse cenário, que a trajetória de preços em dólares das *commodities*, incluindo o petróleo, a partir de determinado ponto do horizonte de projeção, crescerá à mesma taxa de inflação externa de longo prazo. A definição do período a partir do qual essa hipótese será utilizada dependerá de julgamento do Copom. Ressalta-se que os valores utilizados para a taxa de câmbio e o preço de *commodities* não representam, de forma alguma, uma avaliação do Copom sobre suas trajetórias futuras. Constituem apenas hipóteses de trabalho e a divulgação dos seus valores está em linha com a transparência da comunicação da política monetária.

Observando a experiência internacional, há uma elevada diversidade de hipóteses acerca do comportamento da taxa de câmbio consideradas por diferentes bancos centrais em suas projeções de inflação. Vários adotam cenários de câmbio baseados em modelos, julgamentos ou teorias – como, por exemplo, os da África do Sul, Chile, Noruega e Suécia –, enquanto outros adotam a suposição de câmbio constante, como os casos da Austrália, Canadá e Banco Central Europeu. A PPC é utilizada, por exemplo, pelos bancos centrais da Colômbia e Filipinas, embora conjugada com a teoria da paridade descoberta da taxa de juros¹. A publicação

1/ No caso do BCB, a teoria da paridade descoberta dos juros é utilizada quando se geram projeções de cenários alternativos em que se alteram variáveis que participam dessa relação.

ou não da trajetória de câmbio utilizada também varia entre os bancos centrais. Cabe notar que os países desenvolvidos usualmente apresentam um menor diferencial de inflação em relação aos Estados Unidos. Assim, a trajetória de câmbio constante, quando utilizada por esses países, tende a ser próxima à hipótese de que o câmbio varie segundo a PPC.

O Gráfico 1 ilustra a mudança de hipótese para a taxa de câmbio. Enquanto a trajetória de câmbio constante permanece em um valor fixo ao longo do horizonte de projeção, o novo cenário mostra uma curva positivamente inclinada. Por exemplo, para 2021, como a meta para a inflação é de 3,75%, a variação da taxa de câmbio considerada no cenário é de 1,75% no ano.



Considerações finais

A adoção de trajetória de câmbio variando segundo a teoria da paridade do poder de compra, em substituição ao cenário de câmbio constante, constitui-se um aprimoramento no processo de elaboração das projeções de inflação do BCB. O novo procedimento traz maior consistência entre os condicionantes utilizados, aumenta a coerência entre as projeções e as condições teóricas de longo prazo empregadas na modelagem e evita uma potencial subestimação das projeções de inflação para horizontes mais longos. A alteração da hipótese faz parte dos esforços continuados do BCB de modernizar seus processos e de aprimorar sua comunicação com a sociedade.

Além disso, o Relatório de Inflação também não mais apresentará, de forma rotineira, projeções baseadas em trajetória de câmbio extraída da pesquisa Focus. O BCB vem trabalhando em medidas para aumentar a efetividade de sua comunicação com a sociedade, tornando-a mais clara e relevante. Nesse sentido, passará a publicar, como regra, apenas um cenário central de projeções de inflação, evitando assim sobrecarregar os documentos de divulgação do Copom com comparação mecânica de cenários. Esse procedimento é usual na experiência internacional de bancos centrais e permitirá aprofundar o foco na análise econômica das projeções, tornando o documento mais simples e efetivo.

A partir do Relatório de dezembro deste ano, o cenário que utilizará como condicionantes a taxa de câmbio seguindo trajetória baseada na PPC e a taxa Selic extraída da pesquisa Focus será o único publicado de forma sistemática pela Instituição. Isso não exclui a possibilidade de publicação de cenários alternativos, considerando diferentes hipóteses para a taxa de câmbio e outras variáveis relevantes, a exemplo dos que foram publicados no Relatório anterior, quando foram apresentadas projeções de inflação condicionadas a trajetórias alternativas de preço de petróleo e de grau de incerteza econômica.²

2/ Boxe "Cenários alternativos de projeção de inflação: impactos de choques de demanda e de oferta", Relatório de Inflação de junho de 2020.

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

Ricardo Sabbadini

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
ABPO	Associação Brasileira do Papelão Ondulado
AE	Auxílio emergencial
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BCB	Banco Central do Brasil
BoJ	Banco do Japão
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CEI	Contas Econômicas Integradas
CIP	Câmara Interbancária de Pagamentos
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DSTAT	Departamento de Estatísticas
ELB	<i>Effective lower bound</i>
FAIT	<i>Flexible average inflation target</i>
FBCF	Formação bruta de capital fixo
FBCF	Formação bruta de capital fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGI	Fundo Garantidor de Investimentos
FGO	Fundo de Garantia de Operações
FOMC	Comitê Federal de Mercado Aberto
GMM	Método Generalizado de Momentos
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Indicador de Custo do Crédito
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
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
IIE-Br	Indicador de Incerteza da Economia
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social

IPA	Índice de Preços ao Produtor Amplo
IPA-DI	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IS	<i>Investment-saving</i>
Lasso	<i>Least Absolute Shrinkage and Selector Operator</i>
LSPA	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
ME	Ministério da Economia
MEI	Microempreendedor Individual
MP	Medida Provisória
NOAA	<i>National Oceanic and Atmospheric Administration</i>
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
ONI	<i>Oceanic Niño Index</i>
p.p.	Pontos percentuais
PEAC	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
PESE	Programa Emergencial de Sustentação do Emprego
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PME	Pequenas e Médias Empresas
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PNAD COVID19	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
PPC	Paridade do Poder de Compra
Pronampe	Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
PTC	Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil
Repetro	Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
SCR	Sistema de Informações de Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional

