

Cenários alternativos de projeção de inflação: riscos fiscal e de prolongamento dos efeitos da pandemia

Em seu processo de tomada de decisão, o Comitê de Política Monetária (Copom) avalia um amplo conjunto de variáveis e modelos, em relação aos quais exerce julgamentos com base no conjunto de informações disponíveis, construindo assim projeções para a inflação. Nesse processo, é definido o cenário básico do Copom e são analisados diversos cenários alternativos, que exploram fatores de risco em torno do cenário básico. Este boxe apresenta dois cenários alternativos de risco como uma forma de evidenciar as incertezas envolvidas nas projeções de inflação. Para a construção de cenários, são utilizados modelos de projeção que buscam representar os mecanismos de transmissão da política monetária sobre a ociosidade econômica e a inflação.¹

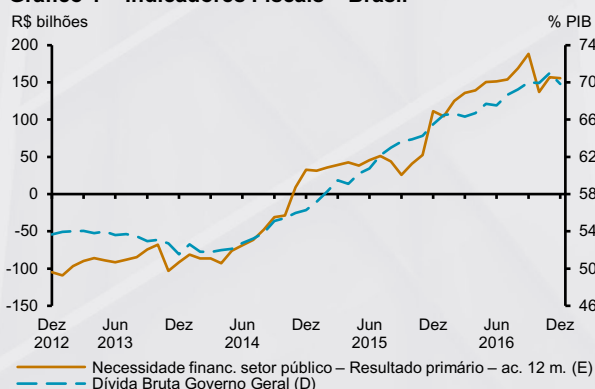
O primeiro cenário simula uma situação de significativa deterioração da percepção sobre a situação fiscal, enquanto o segundo incorpora um prolongamento dos efeitos da pandemia da Covid-19. Esses cenários buscam representar o potencial impacto de diferentes eventos de risco sobre as projeções de inflação. Em ambos os cenários, a trajetória da taxa Selic assumida é a mesma do cenário central, que advém da pesquisa Focus realizada em 4.12.2020. Portanto, os cenários alternativos não incorporam efeitos de possível reação do Banco Central do Brasil (BCB).

Risco fiscal

Na condução da política monetária, o Copom tem enfatizado a importância de o Brasil perseverar no processo de reformas e ajustes necessários na economia. Questionamentos sobre a continuidade das reformas e alterações de caráter permanente no processo de ajuste das contas públicas têm o potencial de aumentar a incerteza econômica, os prêmios de risco e a taxa de juros estrutural da economia e depreciar a taxa de câmbio.

Para construir esse cenário, utiliza-se como referência episódio passado de deterioração fiscal e incerteza econômica. Seguindo o processo de deterioração fiscal e inflexão da trajetória da dívida pública em 2014 (Gráfico 1), o Brasil perdeu o grau de investimento das três principais agências de risco: S&P em 9.9.2015, Fitch em 16.12.2015, e Moody's em 24.2.2016. Esses desenvolvimentos, associados a uma revisão das expectativas de crescimento para os anos seguintes, levaram a uma elevação da incerteza, do câmbio e dos prêmios de

Gráfico 1 – Indicadores Fiscais – Brasil



1/ Ver boxes “Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana”, do Relatório de Inflação de setembro de 2020, e “Resultados das estimações do novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana”, deste Relatório.

risco, conforme mostrado nos gráficos 2a-2d. A depreciação cambial, juntamente com forte realinhamento dos preços administrados, contribuiu para a elevação da inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), observada no período, de 6,41% em 2014 para 10,67% em 2015.

Gráfico 2a – Taxa de câmbio nominal

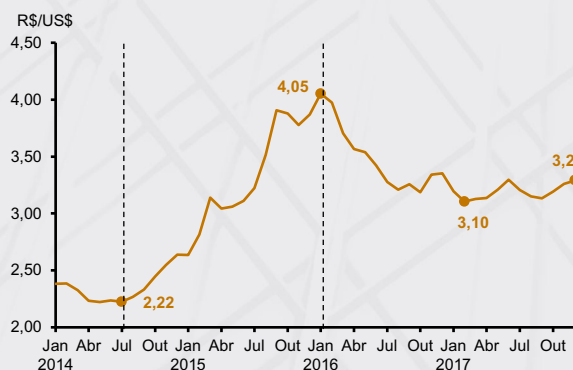
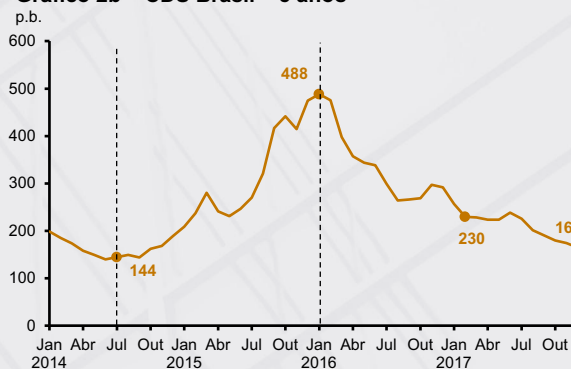
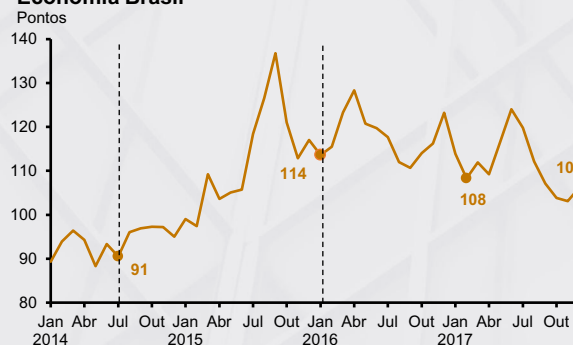


Gráfico 2b – CDS Brasil – 5 anos



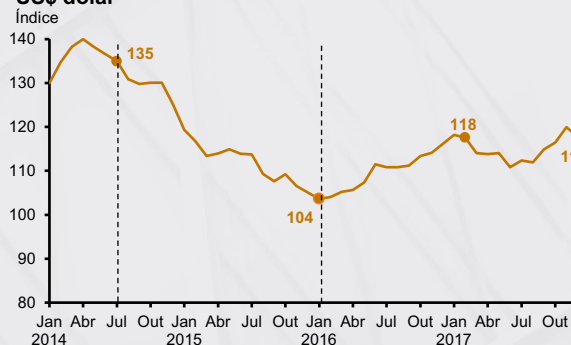
Fonte: Bloomberg

Gráfico 2c – Indicador de Incerteza da Economia Brasil



Fonte: FGV

Gráfico 2d – Índice de Commodities Brasil em US\$ dólar



Para construção do cenário de risco fiscal, foram utilizadas como referência as variações da taxa de câmbio (R\$/US\$), da incerteza econômica (medida pelo Indicador de Incerteza da Economia Brasil – IIE-Br da Fundação Getúlio Vargas – FGV) e do prêmio de risco (medido pelo *Credit Default Swap* – CDS Brasil de cinco anos), ocorridas no período de julho de 2014 a janeiro de 2016 (Tabela 1). Deve-se levar em conta, contudo, que parte da depreciação cambial esteve associada à queda nos preços internacionais de *commodities* que ocorreu no período. Dessa forma, a Tabela 1 também apresenta a variação cambial descontada da parcela explicada pela variação dos preços de *commodities*, esta última medida pelo Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) em dólar.² Entende-se que o sentido do movimento dessas variáveis capta o que aconteceria no caso de materialização do risco fiscal. Entretanto, as magnitudes envolvidas não representam nenhuma previsão de comportamento dessas variáveis.

Tabela 1 – Condicionantes usados na construção do cenário de risco fiscal

Variável	Varição jul/2014 a jan/2016
IIE-Br (em pontos)	23
CDS (em pontos-base)	344
Taxa de Câmbio – R\$/US\$ (%)	82
Taxa de câmbio descontada do efeito de <i>commodities</i> – R\$/US\$ (%)	58

2/ A relação entre a variação da taxa de câmbio e o IC-Br foi estimada a partir de um modelo de regressão linear, utilizando o CDS como variável de controle. De posse dos coeficientes estimados, foi obtida a parcela da depreciação cambial ocorrida de julho de 2014 a janeiro de 2016 que seria explicada pela variação do IC-Br.

A partir desses números, foi desenhado um cenário adverso que adiciona essas variações aos condicionantes respectivos do cenário-base do Copom. O incremento é aplicado de forma igualmente distribuída entre os quatro trimestres de 2021, o que simula uma deterioração relativamente gradual, mas um pouco mais rápida que a referência histórica, que ocorreu ao longo de seis trimestres. As trajetórias de taxa de câmbio e IIE-Br consideradas nesse cenário incorporam um incremento de 58% e 23,1 pontos, respectivamente, em relação ao cenário-base. A variação do CDS é utilizada como uma *proxy* para a variação da taxa neutra, que é incrementada em 3,44 ponto percentual (p.p.) ao longo de 2021, também em relação ao cenário-base.

O efeito sobre as projeções de inflação é significativo. As projeções atingem pico de 7,2% no terceiro trimestre de 2021, terminando o ano 3,0 p.p. acima do cenário-base, em 6,4%, ultrapassando assim o limite superior do intervalo de tolerância da meta, de 5,25%. O aumento da inflação se dá pelo repasse cambial, tanto para preços livres como administrados, pelo aumento da taxa de juros real neutra e pelos efeitos nas expectativas de inflação. Os efeitos são mais fortes em 2021 em virtude de o choque começar já no primeiro trimestre do ano. Parcela significativa da transmissão dos efeitos da depreciação cambial sobre a inflação ocorre em prazos relativamente curtos, tendo em vista a resposta de preços de combustíveis e de *commodities* em moeda nacional. Se for considerado um choque começando mais tarde, a tendência é de os efeitos serem mais significativos em 2022. No sentido contrário, atua o efeito negativo na atividade econômica de uma maior incerteza.

Tabela 2 – Projeções de inflação: cenário alternativo de risco fiscal
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres %

Ano	Trim.	Cenário-base	Cenário alternativo	Impacto (p.p.)
2020	IV	4,3	4,3	0,0
2021	I	4,4	5,2	0,8
2021	II	5,7	7,1	1,4
2021	III	5,0	7,2	2,2
2021	IV	3,4	6,4	3,0
2022	I	3,6	6,1	2,5
2022	II	3,6	5,8	2,2
2022	III	3,6	5,2	1,6
2022	IV	3,4	4,2	0,8

Risco de prolongamento dos efeitos da pandemia

A pandemia do Covid-19, que iniciou no primeiro trimestre de 2020, causou importantes efeitos sociais e econômicos, constituindo-se em fator de grande influência na atividade econômica e na condução da política monetária dos bancos centrais. A incerteza sobre como e em que velocidade se dará a imunização da população por meio de vacinação, que permitirá a flexibilização do distanciamento social, é um ponto ainda relevante dentro dos prognósticos da atividade econômica e da inflação.

O balanço de riscos do Copom reconhece que 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. Para construir esse cenário, faz-se uso de choque direto no hiato do produto na curva IS, calibrado de forma a manter o nível do hiato estável nos dois primeiros trimestres de 2021, com valor igual ao do quarto trimestre de 2020, antes de prosseguir na sua trajetória de fechamento. Esse procedimento tem suas limitações, como a de que o processo descrito envolve outras variáveis, como evolução setorial desigual da atividade econômica, mas tem como vantagem a sua simplicidade.

Como resultado da interrupção temporária do processo de recuperação econômica, as projeções de inflação são mais baixas do que no cenário-base, em 1,0 p.p. e 0,9 p.p. para 2021 e 2022, respectivamente (Tabela 3). A maior redução ocorre no primeiro trimestre de 2022, em 1,2 p.p.

Tabela 3 – Projeções de inflação: cenário alternativo de prolongamento dos efeitos da pandemia

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres %

Ano	Trimestre	Cenário-base	Cenário alternativo	Impacto (p.p.)
2020	IV	4,3	4,3	0,0
2021	I	4,4	4,4	0,0
2021	II	5,7	5,3	-0,4
2021	III	5,0	4,3	-0,7
2021	IV	3,4	2,4	-1,0
2022	I	3,6	2,4	-1,2
2022	II	3,6	2,6	-1,0
2022	III	3,6	2,7	-0,9
2022	IV	3,4	2,5	-0,9

Considerações finais

Este boxe apresentou dois cenários alternativos de risco de inflação. O primeiro cenário procurou captar o risco inflacionário associado a uma situação de significativa deterioração da percepção sobre a situação fiscal. Utilizaram-se como referência as variações da incerteza, do câmbio e do prêmio de risco ocorridas em período recente da história brasileira. O segundo cenário, por sua vez, buscou captar os efeitos desinflacionários de um cenário de risco em que há prolongamento dos efeitos da pandemia do Covid-19. Para esse fim, interrompeu-se o processo de fechamento do hiato por dois trimestres.

Esses cenários procuram ilustrar, de forma quantitativa, possíveis efeitos de eventual materialização de riscos ressaltados pelo Copom. Ressalta-se que, como a trajetória Selic assumida é a mesma do cenário central, esses cenários não incorporam efeitos de possível reação do BCB.