

Cenários alternativos de projeção de inflação: riscos fiscal e de agravamento adicional 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 de inflação. Nesse processo, o Copom define um cenário básico e analisa seus riscos por meio de diversos cenários alternativos. Este boxe visa atualizar a discussão a respeito dos cenários alternativos publicados no Relatório de Inflação de dezembro de 2020¹, onde foram apresentadas projeções de inflação que incorporavam riscos de uma deterioração fiscal e de um prolongamento da pandemia. Neste boxe, três cenários alternativos são apresentados.

Um primeiro cenário simula novamente uma situação de significativa deterioração da percepção sobre a situação fiscal, enquanto um segundo incorpora os riscos de um agravamento adicional da pandemia da Covid-19 no Brasil e seus efeitos sobre a economia. Finalmente, um terceiro cenário combina parcialmente os efeitos desses dois cenários. Esses cenários buscam representar o potencial impacto de diferentes eventos de risco sobre as projeções de inflação. Em todos os cenários, a trajetória de taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) assumida é a mesma do cenário central, que advém da pesquisa Focus realizada em 12.3.2021; portanto, 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 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.

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

1/ Ver boxe "Cenários alternativos de projeção de inflação: riscos fiscal e de prolongamento dos efeitos da pandemia", do Relatório de Inflação de dezembro de 2020.

(IC-Br) em dólar². 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.

Gráfico 1 – Indicadores Fiscais – Brasil

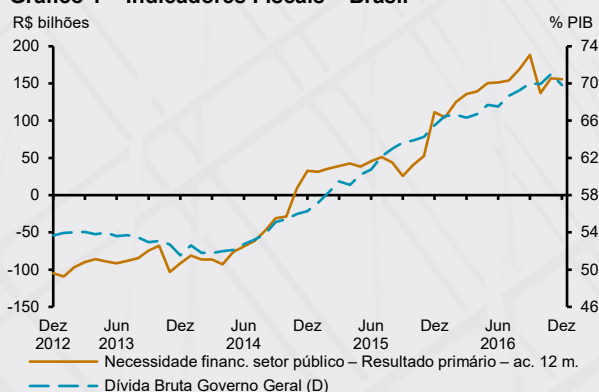


Gráfico 2a – Taxa de câmbio nominal

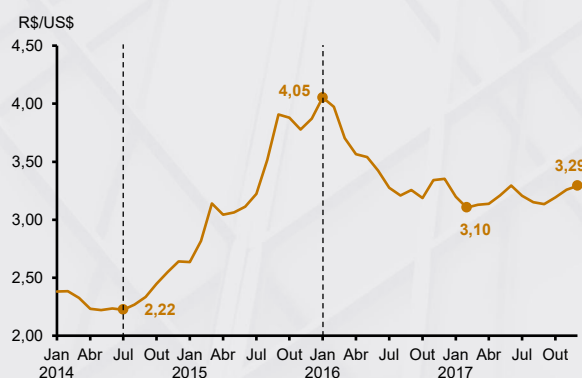
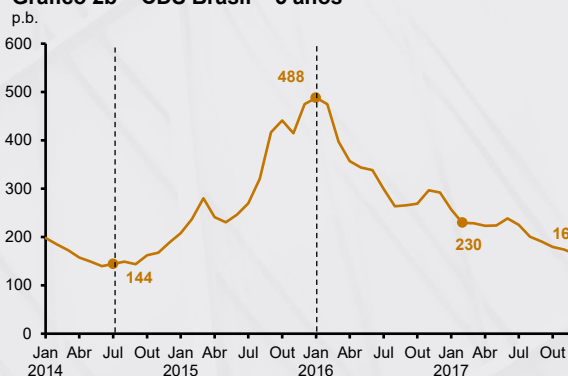
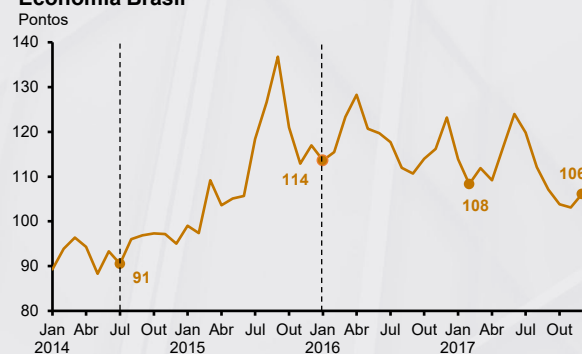


Gráfico 2b – CDS Brasil – 5 anos



Fonte: Bloomberg

Gráfico 2c – Indicador de Incerteza da Economia Brasil



Fonte: FGV

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

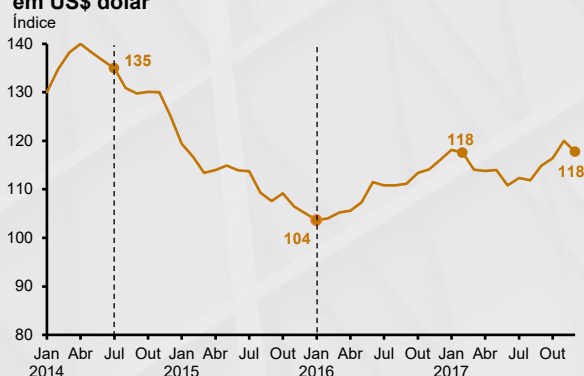


Tabela 1 – Condicionantes usados na construção do cenário de risco fiscal

Variável	Variação 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 commodities – 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.

Utilizando esses números, foi concebido um cenário de risco fiscal que incorpora essas variações aos condicionantes respectivos do cenário-base do Copom. As variações foram adicionadas de forma igualmente distribuída entre o quarto trimestre de 2021 e o terceiro trimestre de 2022, 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 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 pontos percentuais (p.p.) ao longo de 2021, também em relação ao cenário-base.

A Tabela 2 apresenta as projeções de inflação do cenário de risco fiscal e compara com as do cenário-base. O descolamento das projeções inicia no quarto trimestre de 2021 e atinge um ápice no terceiro trimestre de 2022, com uma inflação 3,1 p.p. superior. O ano de 2022 encerra com uma projeção de inflação de 5,9%, 2,4 p.p. mais elevada do que no cenário-base e acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta, de 5,00%. 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. No sentido contrário, atua o efeito da 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.)
2021	I	6,0	6,0	0,0
2021	II	7,8	7,8	0,0
2021	III	7,0	7,0	0,0
2021	IV	5,0	5,7	0,7
2022	I	3,9	5,4	1,5
2022	II	3,4	5,7	2,3
2022	III	3,5	6,6	3,1
2022	IV	3,5	5,9	2,4

Agravamento adicional da pandemia da Covid-19 e de seus efeitos econômicos

A pandemia da Covid-19 continua causando importantes efeitos sociais e econômicos, constituindo-se em importante fator de risco sobre os desenvolvimentos da economia. A incerteza sobre a velocidade em que a vacinação se dará, assim como sobre a própria dinâmica de contágio do vírus, são questões relevantes dentro dos prognósticos da atividade econômica e da inflação.

O balanço de riscos do Copom reconhece que o agravamento da pandemia pode atrasar o processo de recuperação econômica, produzindo trajetória de inflação abaixo do esperado.

Neste box, o risco de um agravamento adicional da pandemia da Covid-19 é incorporado por meio de condicionantes de atividade econômica. No cenário-base, a projeção para o Produto Interno Bruto (PIB) é de recuo moderado ao longo do primeiro semestre, seguido de recuperação relevante nos últimos dois trimestres do ano.³ Nesse cenário de risco, o PIB apresenta um recuo mais acentuado no primeiro semestre, também com recuperação no semestre seguinte, embora atingindo níveis ainda inferiores aos do cenário-base (Gráfico 3a). Outras variáveis de atividade, como Nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), taxa de desemprego e emprego do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), também apresentam desempenho inferior nesse cenário. Como resultado, o hiato do produto, que combina a informação dessas quatro variáveis, fica mais aberto do que no cenário-base, de forma mais acentuada no segundo trimestre do ano (Gráfico 3b).

3/ Ver box "Revisão da projeção do PIB para 2021", deste Relatório.

Gráfico 3a – Cenário de agravamento adicional da pandemia: efeito sobre o PIB

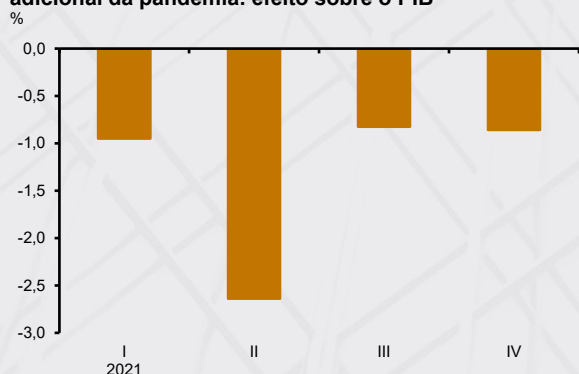
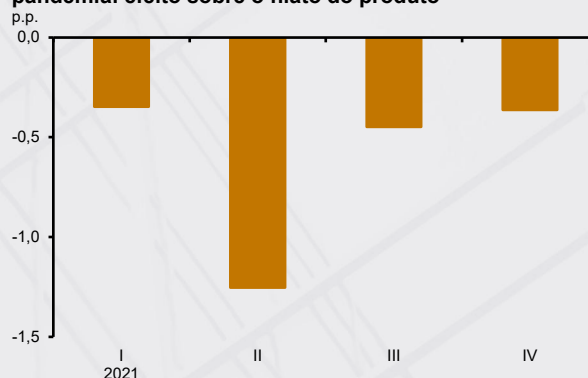


Gráfico 3b – Cenário de agravamento adicional da pandemia: efeito sobre o hiato do produto



Observando a Tabela 3, nota-se que o efeito máximo da redução da atividade econômica sobre a inflação, em relação ao cenário-base, ocorre durante o último trimestre de 2021 e o primeiro trimestre de 2022. Nesse cenário de agravamento adicional da pandemia, a inflação ficaria 0,5 p.p. e 0,3 p.p. abaixo do cenário-base para os anos-calendário de 2021 e 2022, respectivamente.

Tabela 3 – Projeções de inflação: cenário alternativo de agravamento adicional da pandemia da Covid-19 e de seus efeitos econômicos

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Cenário-base	Cenário alternativo	Impacto (p.p.)	%
2021	I	6,0	5,9	-0,1	
2021	II	7,8	7,5	-0,3	
2021	III	7,0	6,6	-0,4	
2021	IV	5,0	4,5	-0,5	
2022	I	3,9	3,4	-0,5	
2022	II	3,4	3,0	-0,4	
2022	III	3,5	3,1	-0,4	
2022	IV	3,5	3,2	-0,3	

Combinação de cenários

Ambos os cenários anteriores consideram os riscos fiscal e de agravamento adicional da pandemia em separado. Contudo, esses riscos não são mutuamente excludentes e podem se materializar conjuntamente. Além disso, os efeitos podem assumir diferentes intensidades. Por exemplo, é possível desenhar um cenário em que os riscos fiscal e de agravamento adicional da pandemia se materializem, respectivamente, com 15% e 50% das intensidades consideradas anteriormente.

As projeções de inflação dessa combinação particular de cenários são apresentadas na Tabela 4. Da mesma maneira que ocorre no cenário que considera separadamente o agravamento adicional da pandemia, as projeções de inflação de curto prazo desse cenário combinado são mais baixas do que no cenário-base, devido a uma atividade econômica mais fraca. Porém, os efeitos da materialização dos riscos fiscais começam a impactar a economia no final de 2021 e passam a predominar a partir do segundo trimestre de 2022. Assim, em comparação ao cenário-base, a projeção nesse cenário alternativo é 0,1 p.p. menor para 2021 e 0,2 p.p. maior para 2022.

Tabela 4 – Projeções de inflação: cenário combinado^{1/}
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Cenário-base	Cenário alternativo	Impacto (p.p.)	%
2021	I	6,0	6,0	0,0	
2021	II	7,8	7,6	-0,2	
2021	III	7,0	6,8	-0,2	
2021	IV	5,0	4,9	-0,1	
2022	I	3,9	3,9	0,0	
2022	II	3,4	3,5	0,1	
2022	III	3,5	3,8	0,3	
2022	IV	3,5	3,7	0,2	

^{1/} Incorpora 15% da intensidade do cenário de risco fiscal e 50% da intensidade do cenário de agravamento adicional da pandemia.

Esse exemplo ilustra que diferentes cenários podem ser construídos com base nos principais riscos considerados. Cabe enfatizar que as intensidades escolhidas acima para combinar os cenários são apenas um exemplo ilustrativo e não refletem algum julgamento do Copom.

Considerações finais

Este boxe apresentou três cenários alternativos de risco de inflação. O primeiro cenário procurou incorporar 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 e assumiu-se que tal deterioração teria início no último trimestre de 2021. O segundo cenário, por sua vez, buscou captar os efeitos desinflacionários de um cenário de risco de agravamento adicional da pandemia da Covid-19 no Brasil.

Finalmente, apresentou-se um terceiro cenário que incorpora 15% da intensidade do cenário de risco fiscal e 50% da intensidade do cenário de agravamento adicional da pandemia. Cabe ressaltar que essa combinação foi efetuada com o propósito de exemplificar a possibilidade de combinar cenários e as intensidades escolhidas não refletem julgamento do Copom.

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.