

# Perspectivas para a inflação

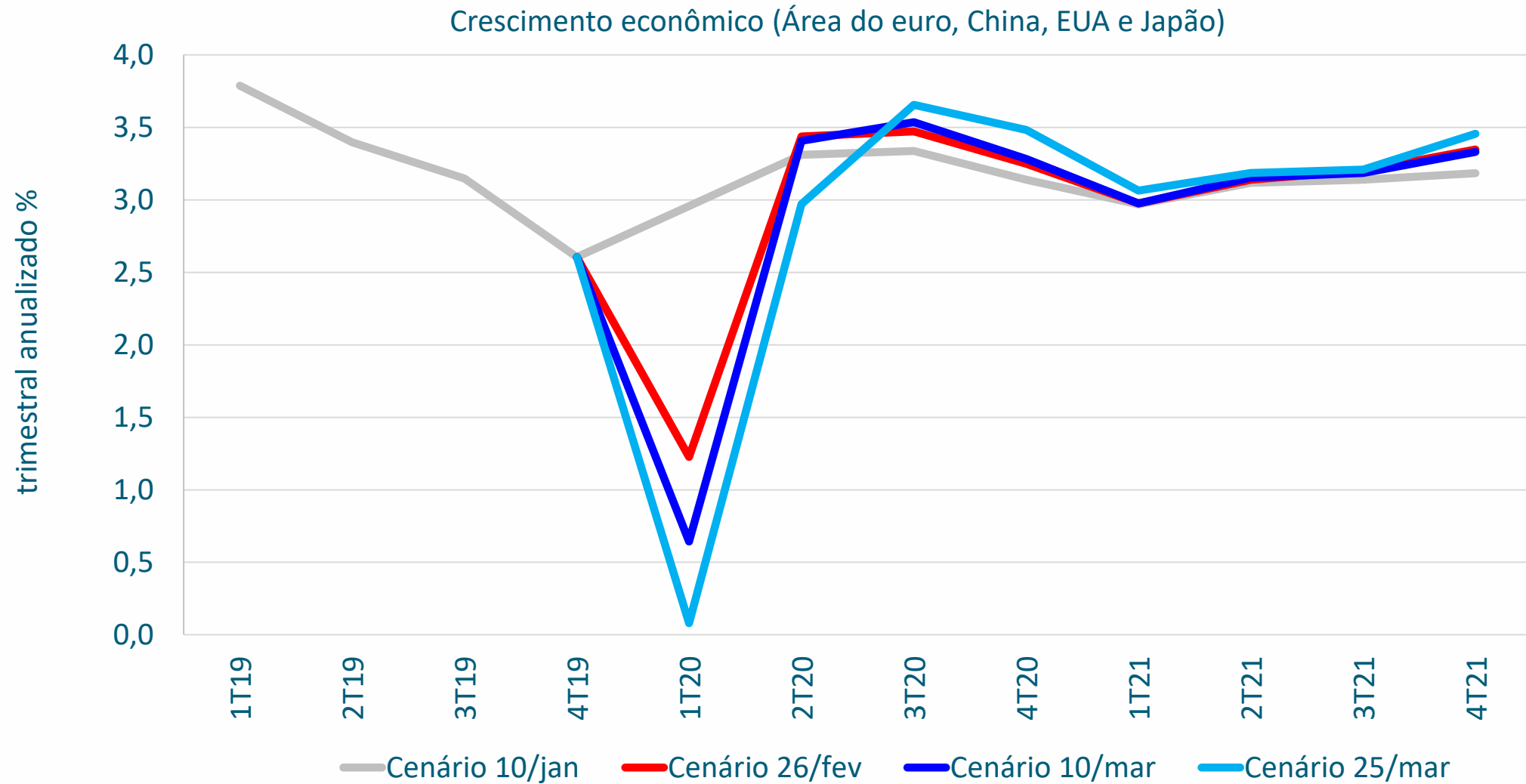
Relatório Trimestral de Inflação

Fabio Kanczuk

Março de 2020

# I. Cenário básico

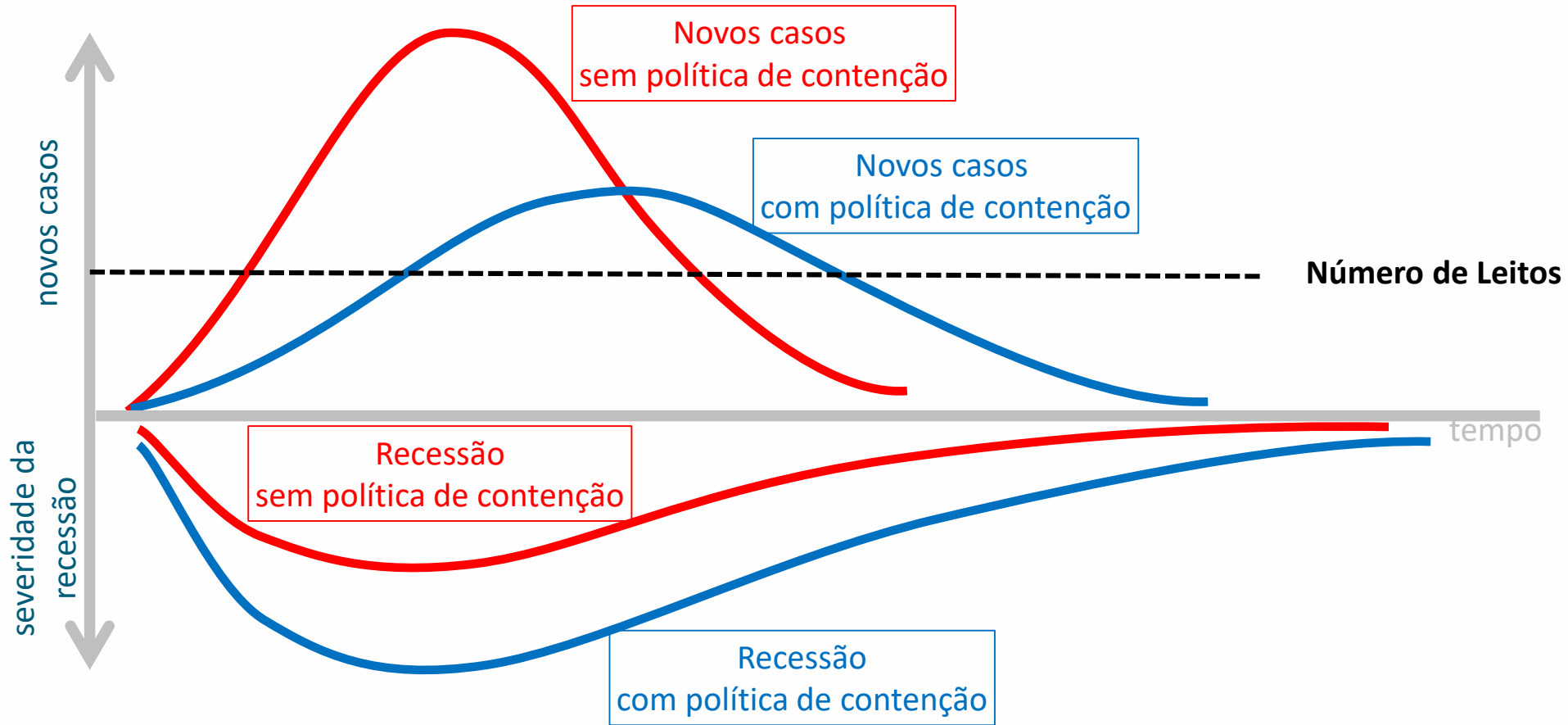
# Revisão das projeções para a taxa de crescimento do PIB mundial



Fonte: Bloomberg

# Curva epidemiológica e de recessão – achatando a curva

Políticas de contenção achatam a curva epidemiológica, mas acentuam a curva de recessão



Fonte: Richard Baldwin & Beatrice Weder di Mauro (Mitigating the COVID Economic Crisis: Act Fast and Do Whatever It Takes)

## i. Atividade econômica

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

## ii. Cenário externo

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

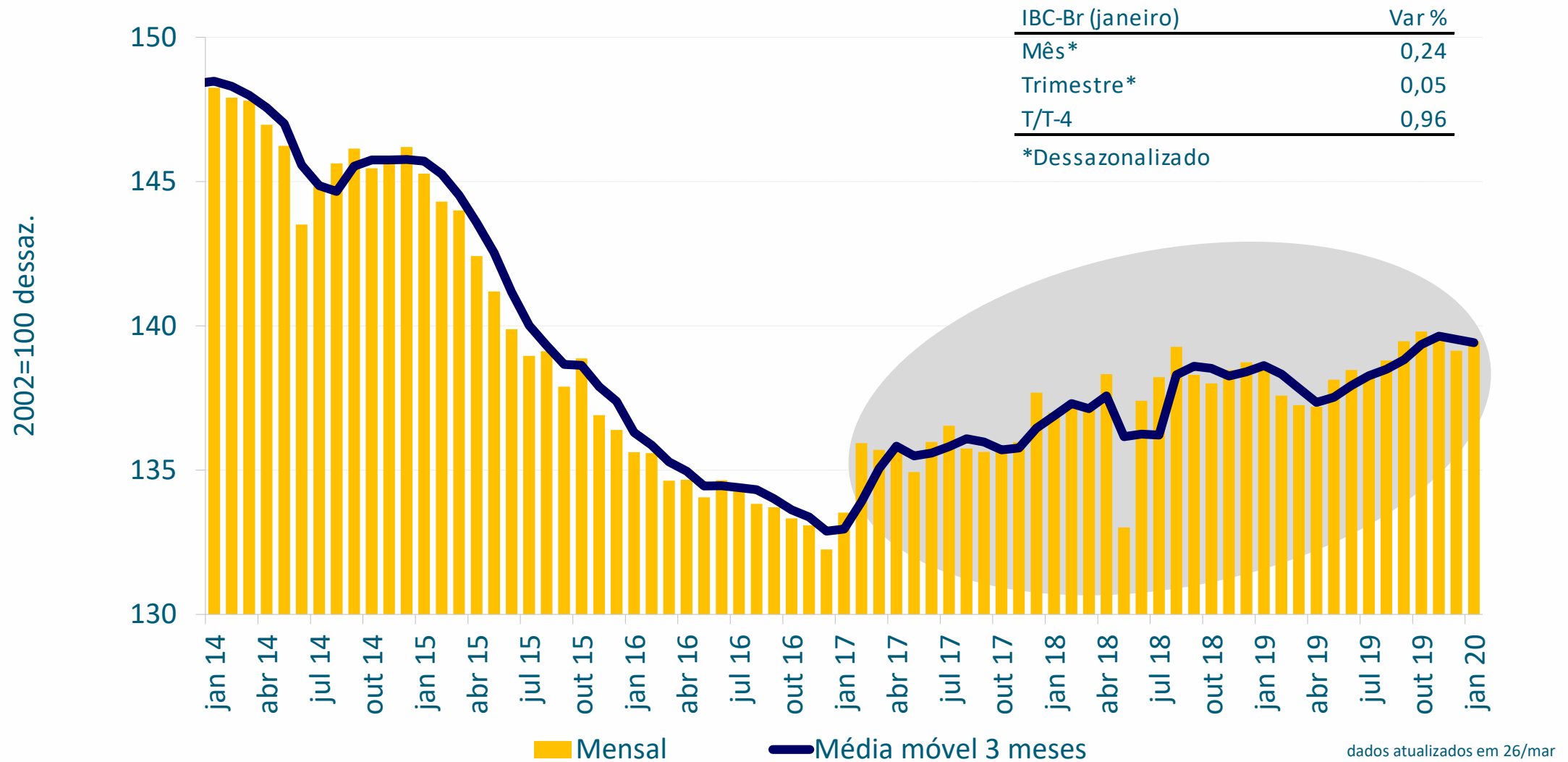
## iii. Inflação

- Diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária
- As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus\* encontram-se em torno de 3,1%, 3,65% e 3,5%, respectivamente

\* em 13/mar

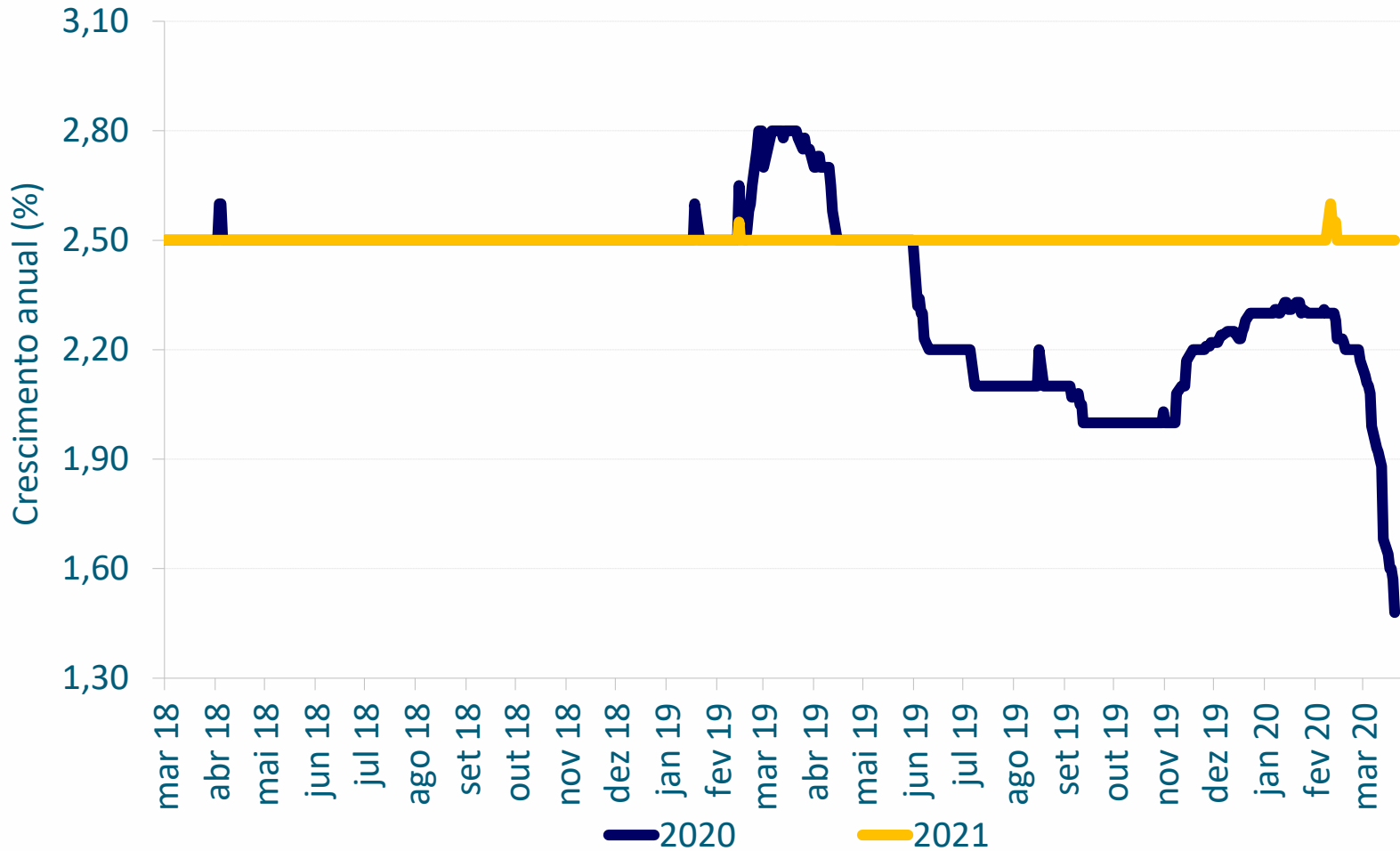
# i. Atividade econômica

# Índice de atividade econômica – IBC-Br



Fonte: BCB

# Expectativas Focus para o PIB



## Focus - Expectativas PIB

### Instituições que atualizaram em 20/mar

	2020		
N. inst.	18		
	21/fev	13/mar	20/mar
Mínima	1,80	1,26	-3,09
Máxima	2,50	2,00	1,80
Média	2,13	1,64	-0,81
Mediana	2,10	1,62	-0,90
1º quartil	2,00	1,51	-1,50
4º quartil	2,25	1,80	-0,33

Focus: expectativas até 20/mar

Fonte: BCB (Focus)



# Boxe – Projeções para o PIB 2020

## Produto Interno Bruto - Variação anual %

	2018	2019	Projeções	
			2020	
			RI Dez/19	RI Mar/20
<b>PIB a preços de mercado</b>	1,3	1,1	2,2	0,0
<b>Impostos</b>	1,6	1,5	2,9	-0,2
<b>Valor adicionado</b>	1,3	1,1	2,0	0,1
<b>Oferta</b>				
<b>Agropecuária</b>	1,4	1,3	2,9	2,9
<b>Indústria</b>	0,5	0,5	2,9	-0,5
<b>Serviços</b>	1,5	1,3	1,7	0,0
<b>Demanda</b>				
<b>Consumo das famílias</b>	2,1	1,8	2,3	0,8
<b>Consumo do governo</b>	0,4	-0,4	0,3	0,2
<b>Formação bruta de capital fixo</b>	3,9	2,2	4,1	-1,1
<b>Exportações</b>	4,0	-2,5	2,5	0,9
<b>Importações (-)</b>	8,3	1,1	3,8	0,6
<b>Contribuição setor externo (p.p.)</b>	-0,5	-0,5	-0,2	0,0

Pesquisa Focus nos dias 16/17 março:  
 média de todas instituições = 1,6%  
 instituições que alteraram = 1,1%

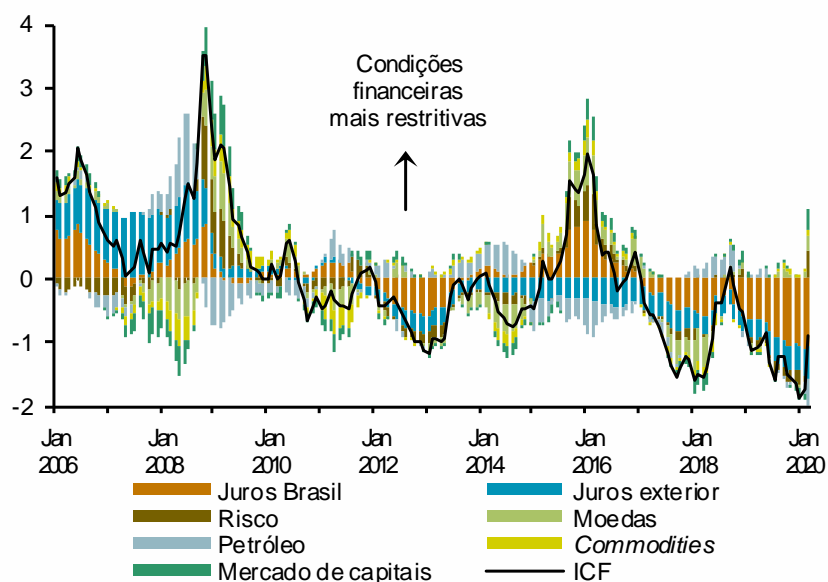
# Evolução do cenário desde o Copom

- Intensificação de medidas de isolamento social no Brasil e no mundo para combater a disseminação do coronavírus
- Impacto expressivo na atividade industrial e no setor de serviços no Brasil
  - Fechamento de lojas, restaurantes, shoppings, atividade artísticas, salões de beleza, etc;
  - Elevado número de cancelamento de voos;
  - Interrupção da produção em diversos setores industriais, como na indústria automotiva.
- Projeções de crescimento e da corrente de comércio no Brasil e no mundo estão sendo revistas para baixo;

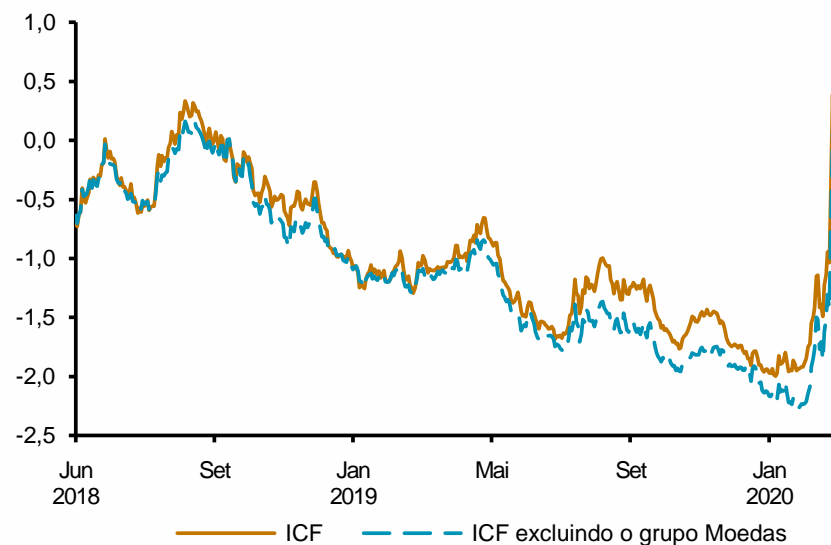
# Boxe – Indicador de Condições Financeiras

- As condições financeiras desempenham um papel crucial nos ciclos de negócios.
- Este boxe apresenta um Indicador de Condições Financeiras (ICF) para o Brasil com frequência diária, construído com 26 variáveis, agrupadas em sete grupos, permitindo interpretar melhor as fontes de movimentos no ICF.
- A capacidade preditiva do ICF para a atividade econômica é superior em comparação com indicadores alternativos.
- O ICF atingiu seu mínimo histórico no início de 2020 (fator estimulativo na economia).
- Mais recentemente, o estresse nos mercados financeiros fez com o que o ICF subisse de forma significativa.

**Gráfico 2 – Decomposição do ICF**



**Gráfico 3 – ICF, com e sem o grupo Moedas**



# Boxe – Projeções para a evolução do crédito em 2020

## Tabela - Saldo de crédito

	2019	Var.% em 12 meses	
		RI Dez <sup>1/</sup>	2020 RI Mar <sup>1/</sup>
<b>Total</b>	<b>6,5</b>	<b>8,1</b>	<b>4,8</b>
<b>Livres</b>	<b>14,1</b>	<b>12,9</b>	<b>8,2</b>
PF	16,6	15,4	10,0
PJ	11,1	9,7	6,0
<b>Direcionados</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>
PF	6,6	8,1	5,0
PJ	-14,0	-8,6	-8,0
<b>Total PF</b>	<b>11,9</b>	<b>12,2</b>	<b>7,8</b>
<b>Total PJ</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>

1/ Projeção

Projeção de crescimento de 4,8% no saldo do crédito total em 2020 (8,1% no RI de dez/19) :

- A revisão reflete a queda na expectativa de crescimento econômico esperado para 2020, decorrente dos efeitos da pandemia.
- O arrefecimento na expansão do crédito deve ocorrer de forma mais intensa no segmento livre.

## Boxe – Efeitos econômicos do COVID-19

- As expectativas se alteraram rapidamente ao longo das primeiras semanas de março, em contexto de recrudescimento do ambiente de incerteza, e indicam impactos expressivos sobre a atividade.
- Mesmo na China, onde se observa a evolução da doença há mais tempo, existe ainda pouco consenso sobre a magnitude da queda da atividade no primeiro trimestre.
- Sinais preliminares e localizados do impacto direto da doença sobre a economia brasileira eram visíveis na data do COPOM.
- As autoridades brasileiras, assim como as de outros países, têm atuado para mitigar as consequências econômicas da pandemia.

### Impacto do Covid-19 em 2020

#### Questionário pré-Copom de 11 de Março de 2020

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

### Variação % do faturamento nominal

#### ICVA - 9 a 15 Mar 2020 ante 11 a 17 Mar 2019

<b>Varejo total</b>	<b>-0,1</b>
Bens não duráveis	16,3
Bens duráveis	-5,7
Serviços	-18,0

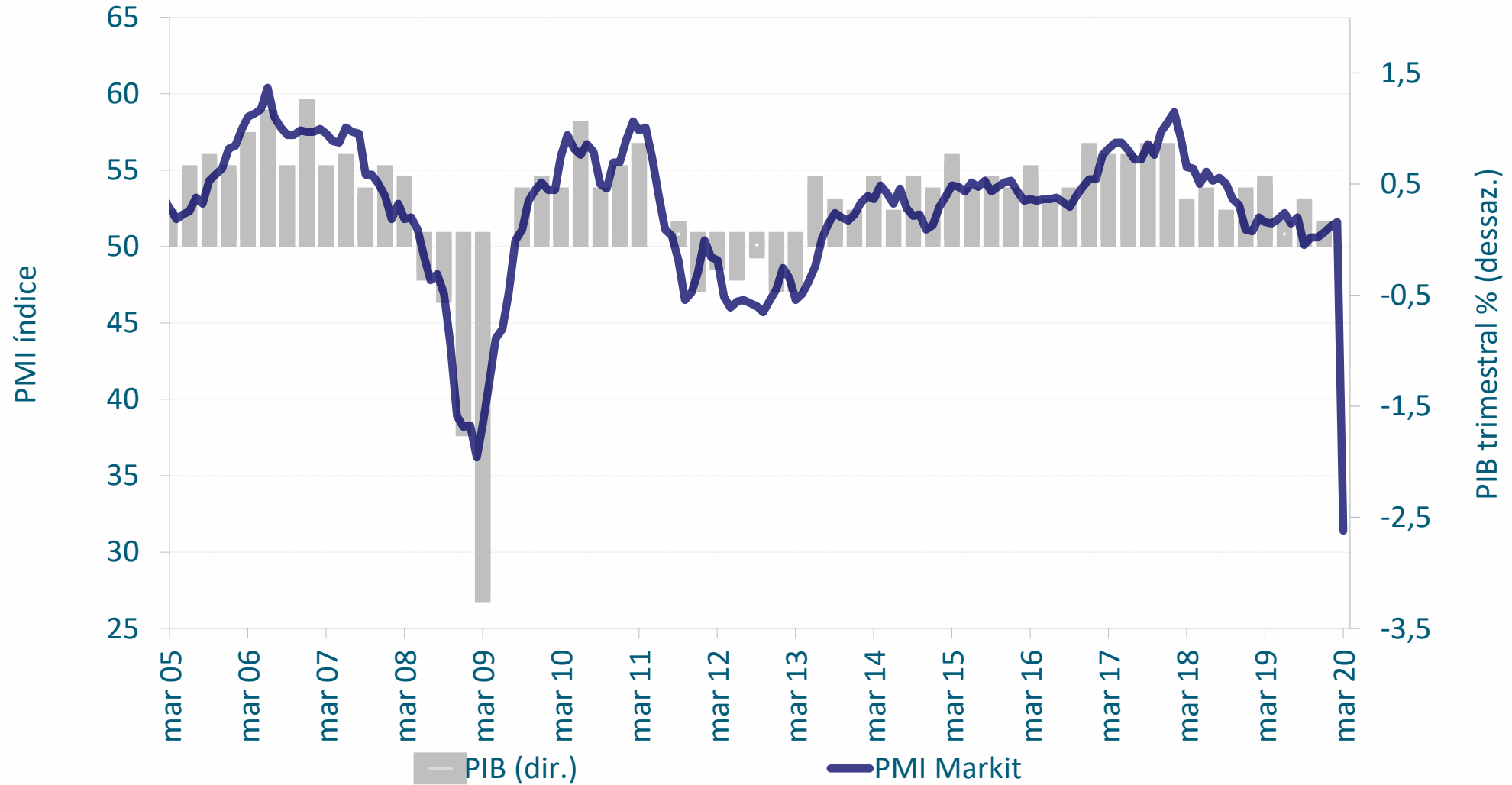
Fonte: Índice Cielo do Varejo Ampliado

Fonte: BCB, Cielo.

## ii. Cenário externo

# Área do Euro

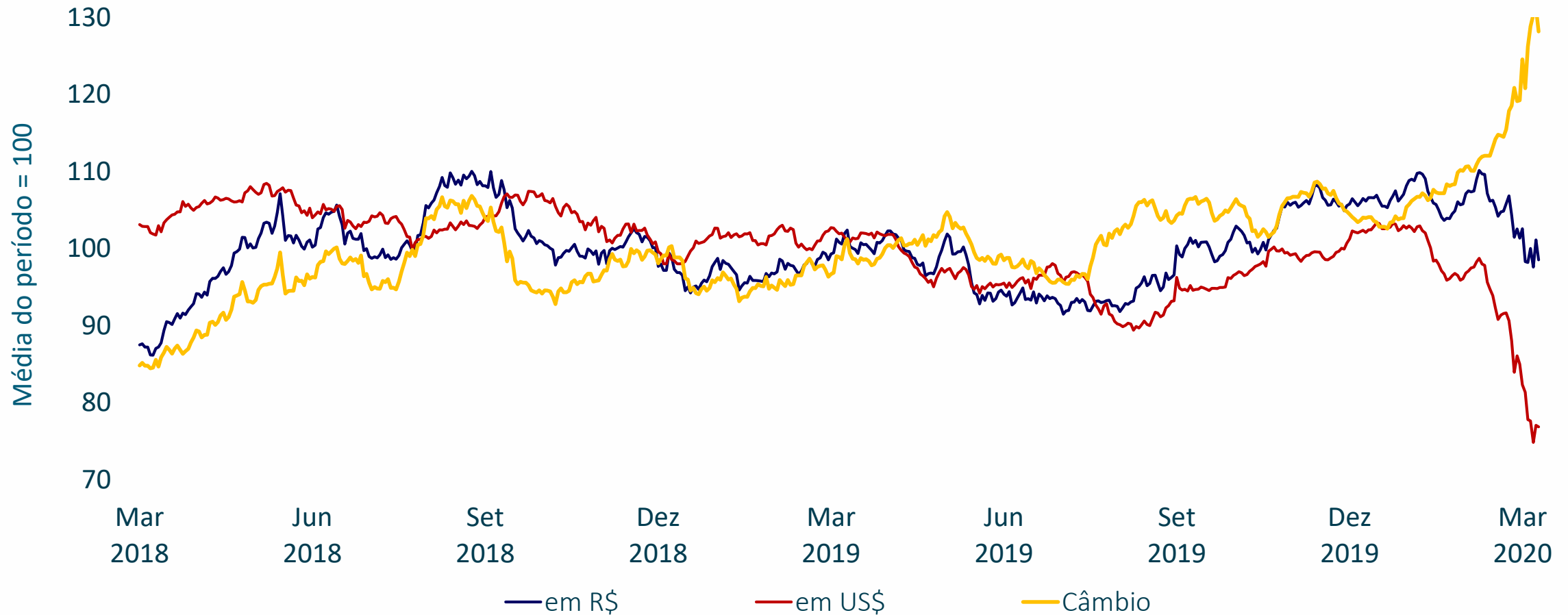
PMI (Purchasing Managers' Index) mensal e PIB trimestral



Fonte: Markit e Eurostat

# IC-Br

Recuo acentuado dos preços de commodities e expressiva depreciação do real



Dados até 20 de março

Fonte: BCB



# Boxe - Dinâmica recente do endividamento das empresas com débitos externos

- Arrefecimento do endividamento externo em 2019: primeira vez em cinco anos que se observa redução da participação da dívida externa no endividamento amplo das empresas.
- Mudança de composição da dívida externa no último ano: ↑ intercompanhia , ↓ restante dívida externa.
  - Maior endividamento interno por parte do grupo de empresas que se financia exclusivamente com operações que não são intercompanhia.

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

Ano	Operações intercom.	Demais operações	Total
2015	520,9	287,2	<b>808,1</b>
2016	617,5	299,1	<b>916,6</b>
2017	656,3	291,6	<b>947,9</b>
<b>2018</b>	<b>743,0</b>	<b>383,9</b>	<b>1 126,9</b>
<b>2019</b>	<b>858,0</b>	<b>339,4</b>	<b>1 197,4</b>

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

Grupos	Variação da dív. externa (R\$ bilhões)	Variação da dív. interna (R\$ bilhões)	Número de empresas	% de empresas que reduziram par. da dív. externa
<b>i. Apenas operações intercia</b>	<b>22,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3 935</b>	<b>22%</b>
<b>ii. Apenas op. que não intercia</b>	<b>20,4</b>	<b>58,8</b>	<b>8 115</b>	<b>39%</b>
$\Delta$ dívida externa $\leq - 10\%$	-41,5	40,3	3 599	73%
$-10\% < \Delta$ dívida externa $< +10\%$	0,0	0,6	864	33%
$\Delta$ dívida externa $\geq +10\%$	61,9	17,9	3 652	7%
<b>iii. Ambas operações</b>	<b>27,9</b>	<b>-18,5</b>	<b>1 399</b>	<b>33%</b>
<b>Total</b>	<b>70,4</b>	<b>42,1</b>	<b>13 449</b>	<b>-</b>

# Boxe – Projeções para o Balanço de Pagamentos de 2020

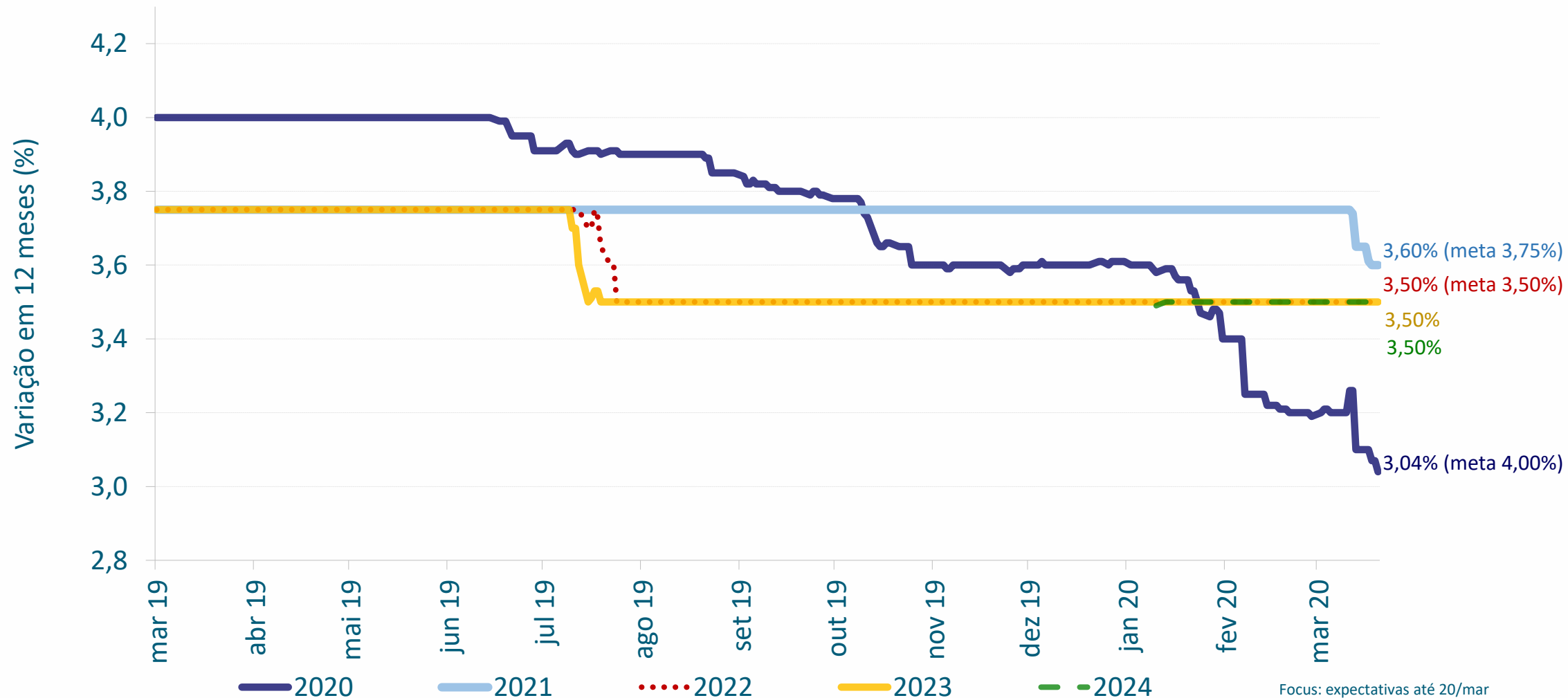
Discriminação	US\$ bilhões			
	2018	2019	2020	
			RI Dez/19 <sup>1/</sup>	RI Mar/20 <sup>1/</sup>
<b>Transações correntes</b>	<b>-41,5</b>	<b>-49,5</b>	<b>-57,7</b>	<b>-41,0</b>
<b>Balança comercial</b>	<b>53,0</b>	<b>40,8</b>	<b>32,0</b>	<b>33,5</b>
Exportações	239,5	225,8	225,0	191,0
Importações	186,5	185,0	193,0	157,5
Serviços	-35,7	-35,1	-36,0	-30,2
Renda primária	-58,8	-56,1	-55,8	-45,8
<b>Conta financeira</b>	<b>-42,4</b>	<b>-51,5</b>	<b>-57,3</b>	<b>-40,6</b>
Investimentos ativos	12,3	37,1	17,4	-0,6
Investimentos passivos	60,4	64,2	89,4	49,6
<b>IDP</b>	<b>78,2</b>	<b>78,6</b>	<b>80,0</b>	<b>60,0</b>
Ações totais	-3,1	-2,7	5,0	-10,0
Títulos no país	-4,3	-4,0	0,0	0,0
Emprést. e tít. LP	-8,9	-14,4	-0,4	-0,4
Memo:				
<b>Transações correntes/PIB (%)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,5</b>
<b>IDP/PIB (%)</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>
Taxa de rolagem (%)	92,1	80,4	100,0	100,0

1/ Projeção.

- Redução da estimativa para o *deficit* em transações correntes, influenciada pelos efeitos econômicos da pandemia do Covid-19, que deverão contribuir para significativa desaceleração do crescimento global e doméstico, e as recentes evoluções do câmbio e do mercado internacional de petróleo.
- Destaca-se redução na corrente de comércio, com impacto modesto sobre o saldo comercial, e diminuição de US\$6,5 bilhões nas despesas líquidas de viagens.
- Ingressos líquidos de IDP foram revisados para US\$60 bilhões. Cabe destacar que os ingressos líquidos seguem financiando amplamente o *deficit* em transações correntes.

## iii. Inflação

# Evolução das expectativas Focus para o IPCA 2020-2024



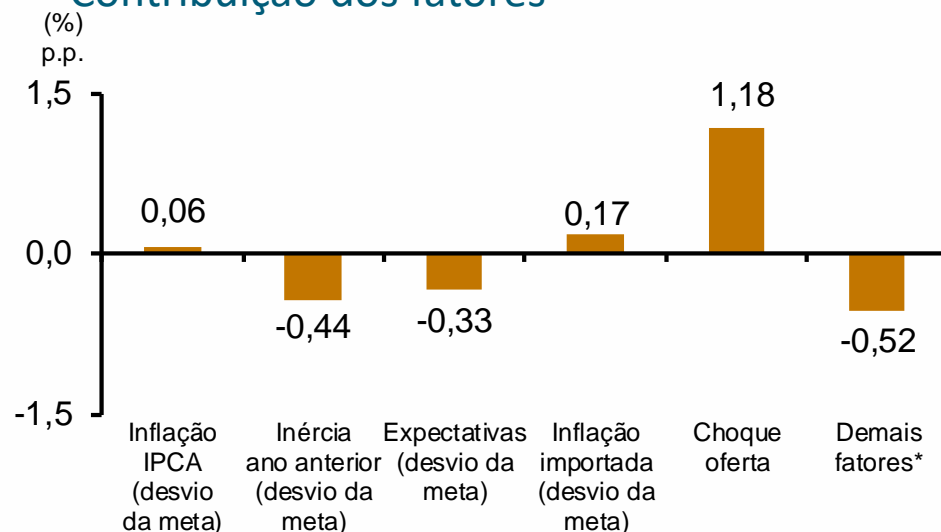
Fonte: BCB (Focus)

## Boxe: Decomposição da inflação de 2019

- O fator de maior magnitude foi o choque de oferta (+1,18 p.p.), resultante principalmente da peste suína, que elevou significativamente os preços de carnes no quarto trimestre de 2019.
- A inércia advinda do ano anterior (-0,44 p.p.) e as expectativas de inflação (-0,33 p.p.) contribuíram no sentido de reduzir o desvio da inflação à meta.

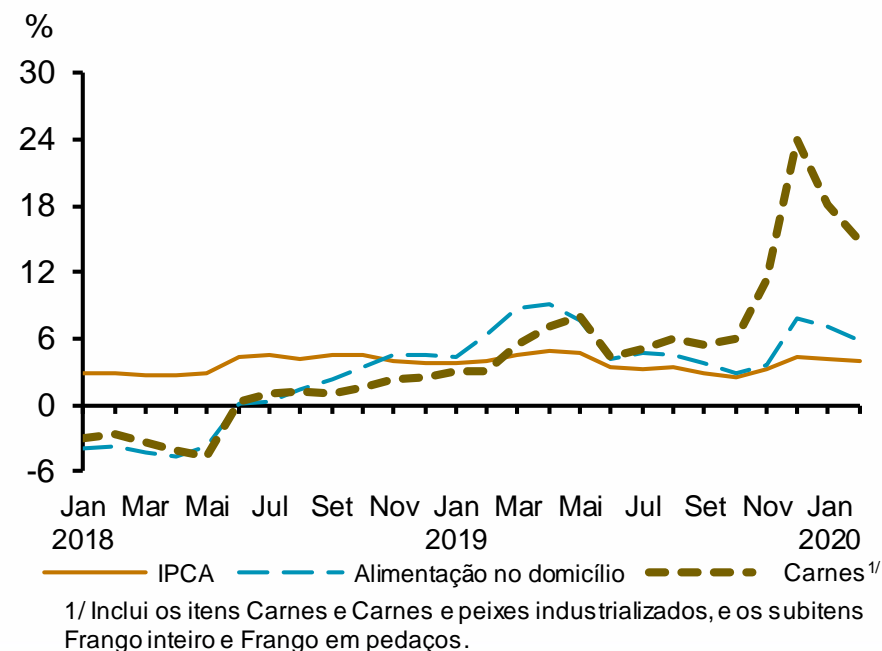
### Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2019

#### Contribuição dos fatores



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

### Inflação de Alimentação no domicílio e IPCA (acumulada em 12 meses)

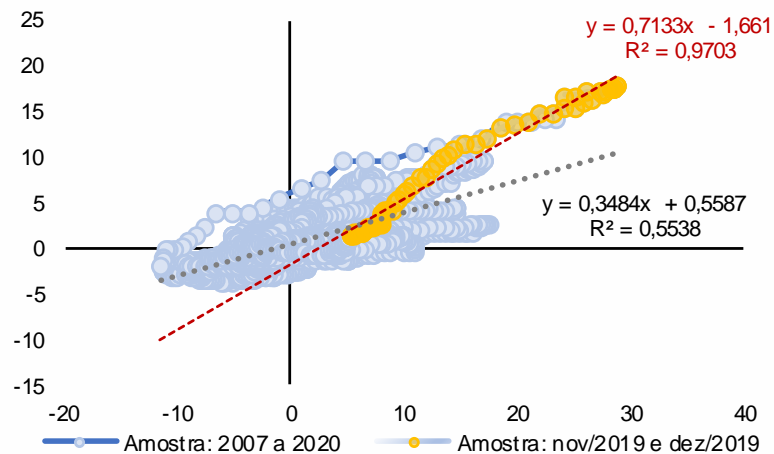


# Boxe: Choque no preço das carnes no final de 2019

- A variação de 1,15% do IPCA em dezembro de 2019 foi surpreendente (45 p.b. acima da previsão do Focus, na véspera do Copom). A surpresa é atribuível em larga medida a variação do item carnes (+18%).
- A surpresa resultou do repasse mais rápido e mais intenso do preço da carne no atacado ao consumidor. O auge do preço no atacado já havia sido observado em novembro.
- A antecipação do choque de carnes para o final do 2019 teve, entre suas consequências, redução das expectativas de inflação para 2020.

## Correlação entre variações de preço de carnes no varejo e no atacado (defasado 15 dias)

Variação média (30 dias/30 dias ant. aprox.)



Fontes: FGV e IEA

## Projeções para o IPCA de 2020 - questionário pré-Copom

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

Fonte: BCB

## Boxe – Potência da política monetária

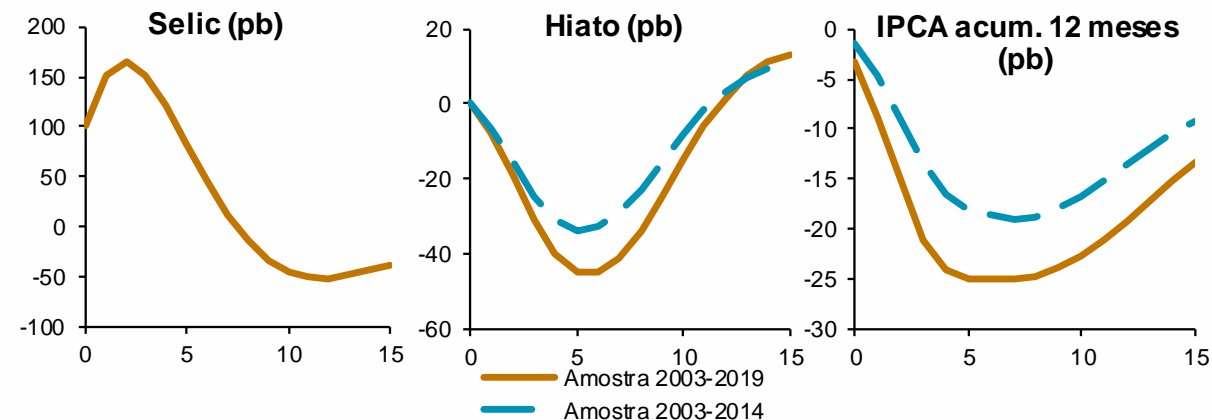
- Apresenta evidências de aumento recente na potência da política monetária por meio de dois exercícios.
- O primeiro apresenta evidências econométricas de que as taxas de juros dos créditos com recursos livres são mais sensíveis às variações na taxa Selic que as com recursos direcionados. Assim, a redução recente da participação dos recursos direcionados no crédito do SFN tende a aumentar a potência da política monetária.
- Além disso, alterações na forma de definição das taxas de juros de empréstimos do BNDES (TLP) e da remuneração dos depósitos de poupança também aumentaram a sensibilidade dos juros à taxa Selic.
- O segundo exercício estima um modelo semiestrutural com diferentes amostras e sugere que a sensibilidade da inflação a variações da Selic aumentou no período mais recente.

### Resultados das estimações – modelo com correção de erros

Coeficiente de interesse	Recursos livres			Recursos direcionados	
	PF	PF-não rotativo	PJ	PF	PJ
$\alpha_0$ (velocidade de ajuste)	-0,10*** (0,03)	-0,09** (0,04)	-0,16*** (0,04)	-0,19** (0,08)	-0,12*** (0,05)
$\alpha_2$ (repasso de longo prazo)	2,78*** (0,33)	1,63*** (0,35)	1,26*** (0,08)	0,42*** (0,05)	0,70*** (0,19)
$\beta_0$ (repasso de curto prazo)	0,98*** (0,19)	0,91*** (0,2)	0,70*** (0,1)	0,29*** (0,1)	-0,1 (0,16)

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

### IRFs de choque de juros utilizando modelo semiestrutural



## II. Projeções condicionais



# Revisões de curto prazo

## IPCA – Surpresa inflacionária

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

Fontes: IBGE e BCB.

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

# Projeções condicionais para a inflação

## Cenário com Selic da pesquisa Focus e câmbio constante

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

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

## Projeções centrais de inflação em diferentes cenários

### Cenários reportados

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

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

# Perspectivas para a inflação

Relatório Trimestral de Inflação

Fabio Kanczuk

Março de 2020

# Condução da Política Monetária

# Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 229ª Reunião (17 e 18 de março), considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa básica de juros em 0,5 ponto percentual, para 3,75% a.a.
- O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário 2020 e, principalmente, de 2021.

## Condução da Política Monetária – 2

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

## Condução da Política Monetária – 3

- O Copom entende que a atual conjuntura prescreve cautela na condução da política monetária, e neste momento vê como adequada a manutenção da taxa Selic em seu novo patamar. No entanto, o Comitê reconhece que se elevou a variância do seu balanço de riscos e novas informações sobre a conjuntura econômica serão essenciais para definir seus próximos passos.
- O Banco Central do Brasil ressalta que continuará fazendo uso de todo o seu arsenal de medidas de políticas monetária, cambial e de estabilidade financeira no enfrentamento da crise atual.