

Relatório de Inflação

Dezembro de 2020

Fabio Kanczuk



Cenário básico

Cenário externo

- Ressurgência da pandemia em algumas das principais economias tem revertido os ganhos na mobilidade e deverá afetar a atividade econômica no curto prazo.
- Resultados promissores nos testes das vacinas contra a Covid-19 tendem a trazer melhora da confiança e normalização da atividade no médio prazo.
- Ociosidade e comunicação dos BCs sugerem que os estímulos monetários terão longa duração, permitindo um ambiente favorável para economias emergentes.

Atividade econômica

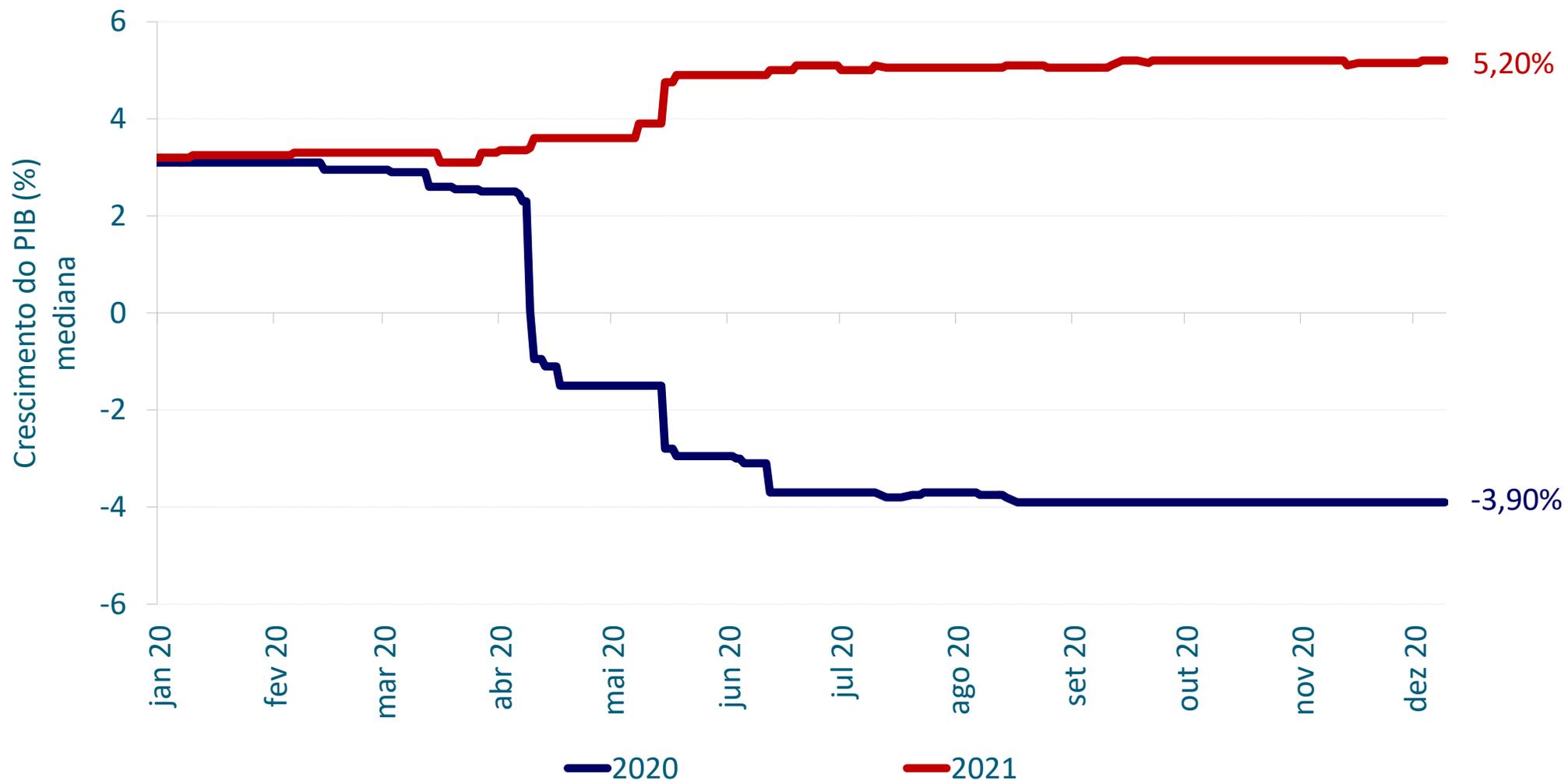
- Indicadores recentes sugerem a continuidade da recuperação desigual entre setores.
- Prospectivamente, a incerteza sobre o crescimento da economia permanece acima da usual para o período a partir do final deste ano, concomitantemente ao arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais.

Inflação

- As últimas leituras de inflação foram acima do esperado. Em dezembro, apesar do arrefecimento previsto para os preços de alimentos, a inflação ainda deve se mostrar elevada (coleta extraordinária de preços de mensalidades escolares e transição da bandeira tarifária de energia elétrica).
- Comitê mantém o diagnóstico de que os choques atuais são temporários, mas segue monitorando sua evolução com atenção, em particular as medidas de inflação subjacente.
- As expectativas de inflação (Focus) para 2020, 2021 e 2022 encontram-se^{1/} em torno de 4,2%, 3,3% e 3,5%, respectivamente.

Cenário externo

Expectativas de crescimento do PIB mundial

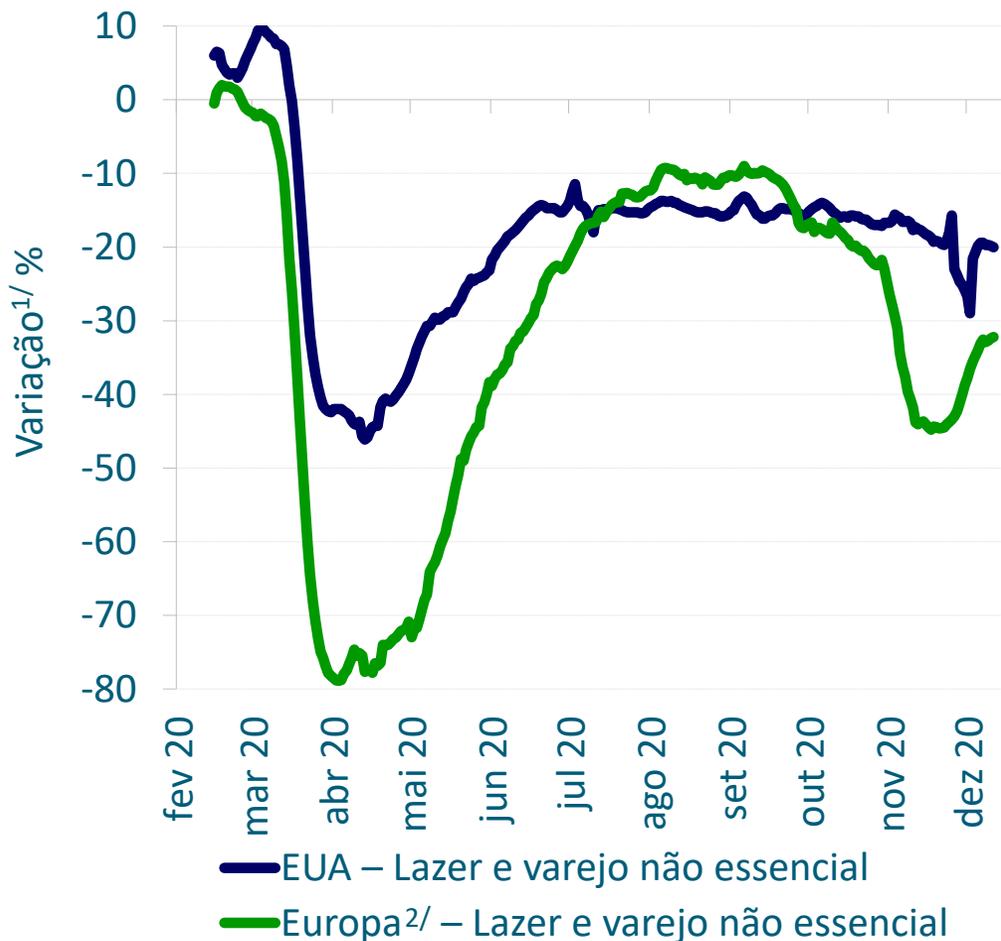


Fonte: Bloomberg

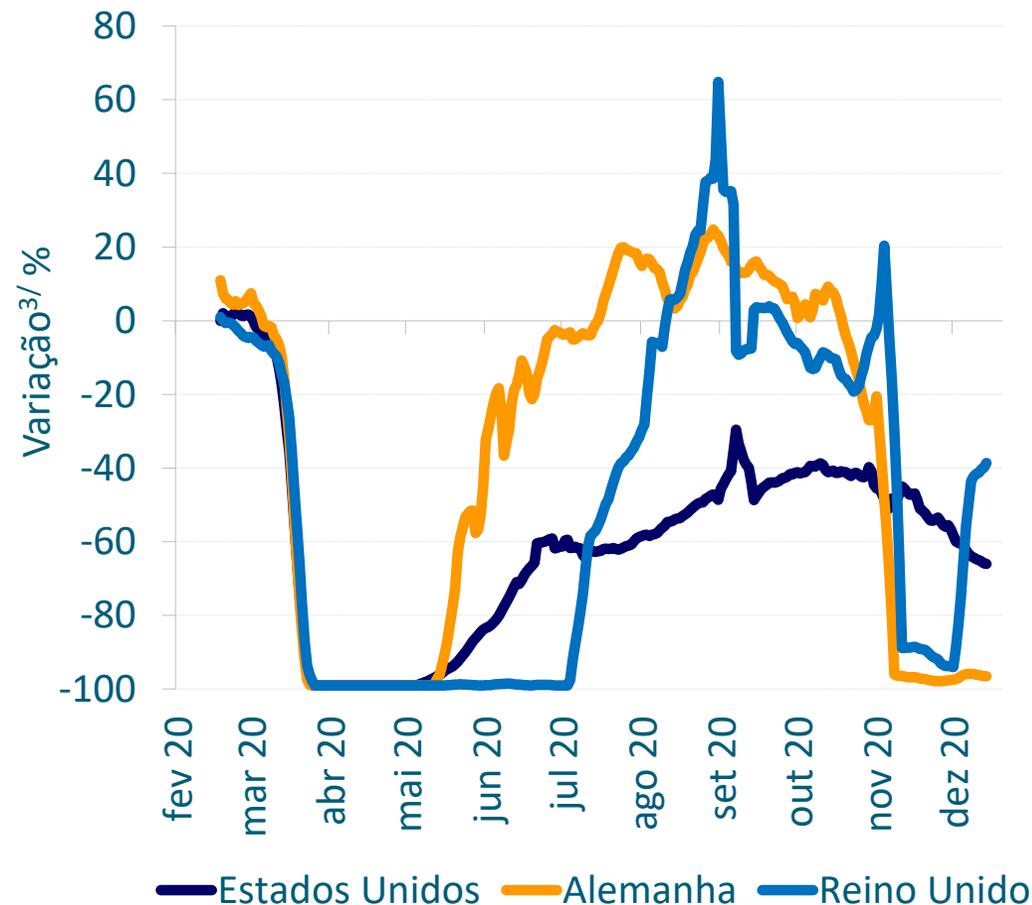
dados até 9 de dezembro

Mobilidade nos Estados Unidos e na Europa

Visitas a locais de lazer e comércio



Reservas em restaurantes



Fontes: Google Mobility Report e OpenTable

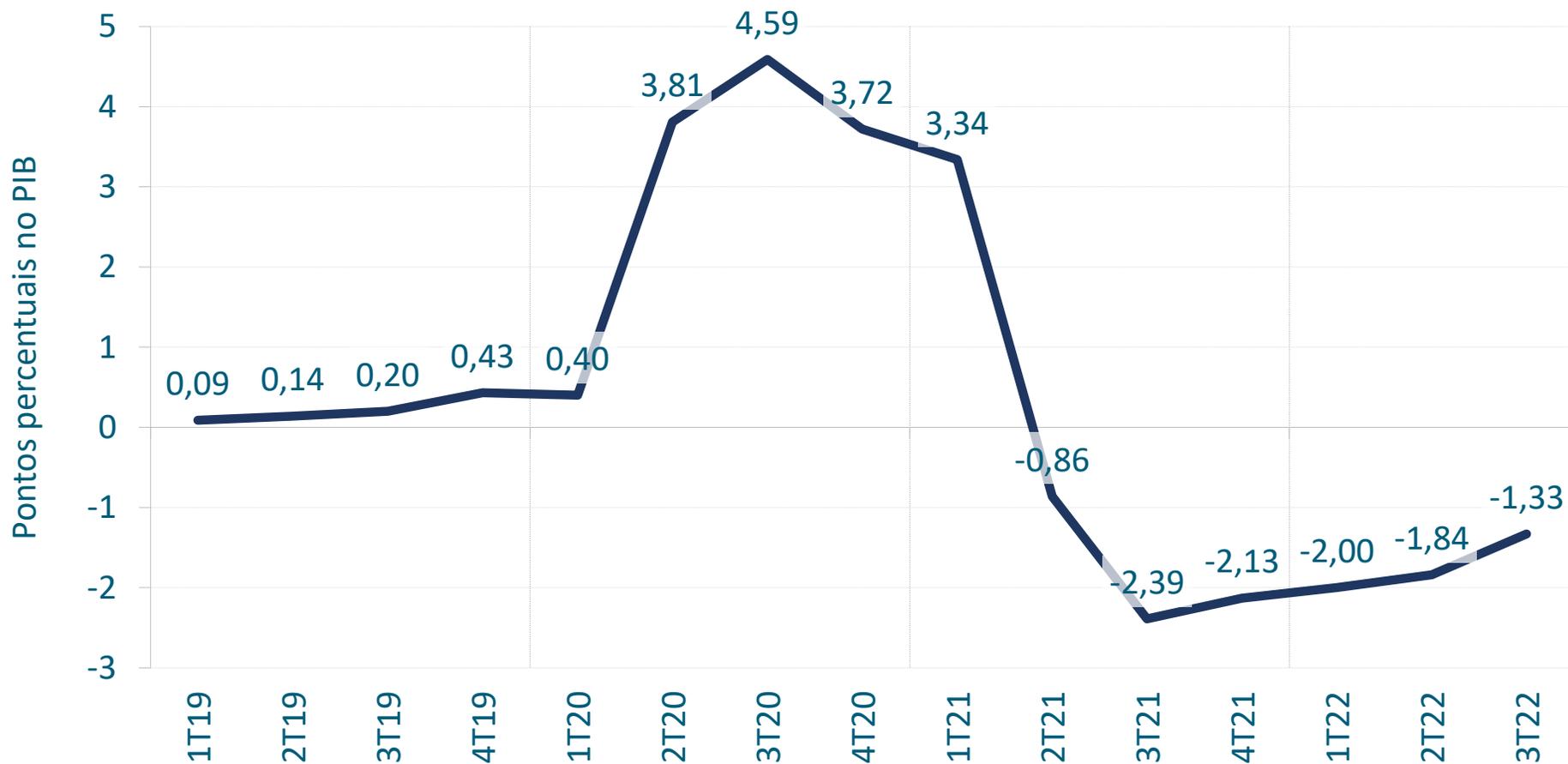
1/ variação de visitas em relação à mediana por dia da semana do período de 3 de janeiro a 6 de fevereiro

2/ média ponderada pela população de Alemanha, Reino Unido, França, Itália e Espanha

3/ variação de reservas em restaurantes em relação ao mesmo dia no ano anterior

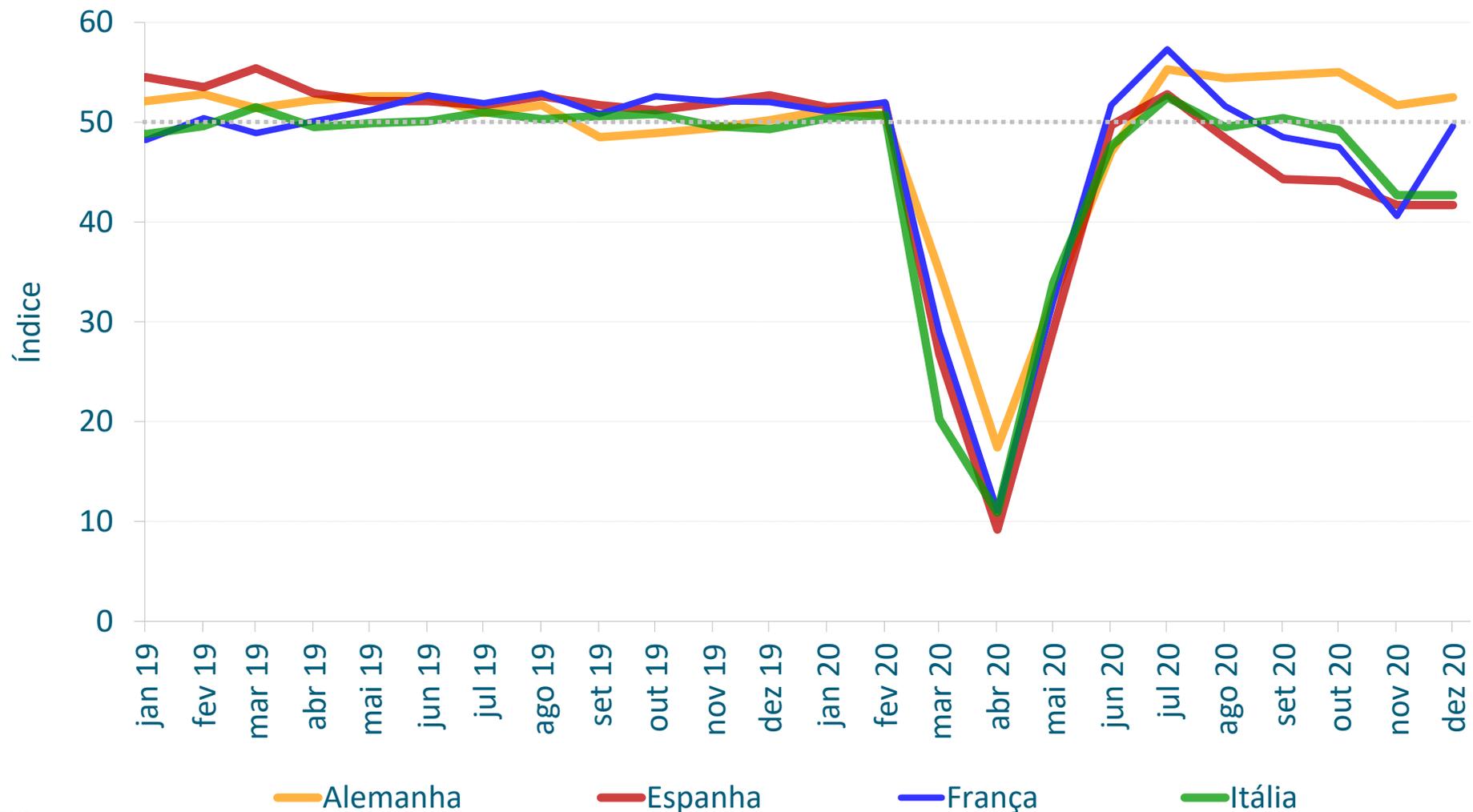
Estados Unidos – Impacto Fiscal

Medida de impacto fiscal – média móvel de quatro trimestres



Fonte: Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings

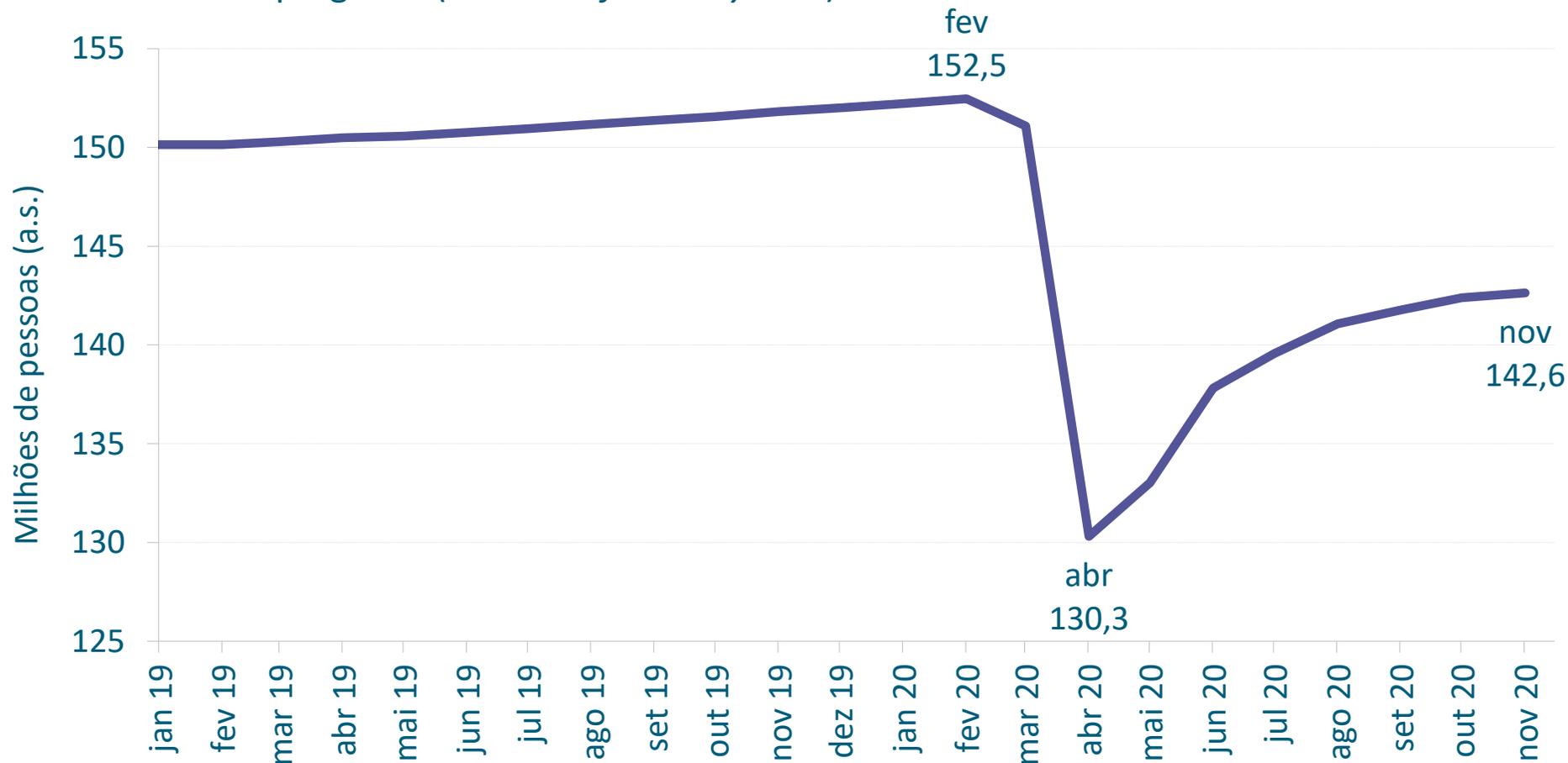
Europa – PMI Manufatura



Fonte: Bloomberg

Estados Unidos – Emprego

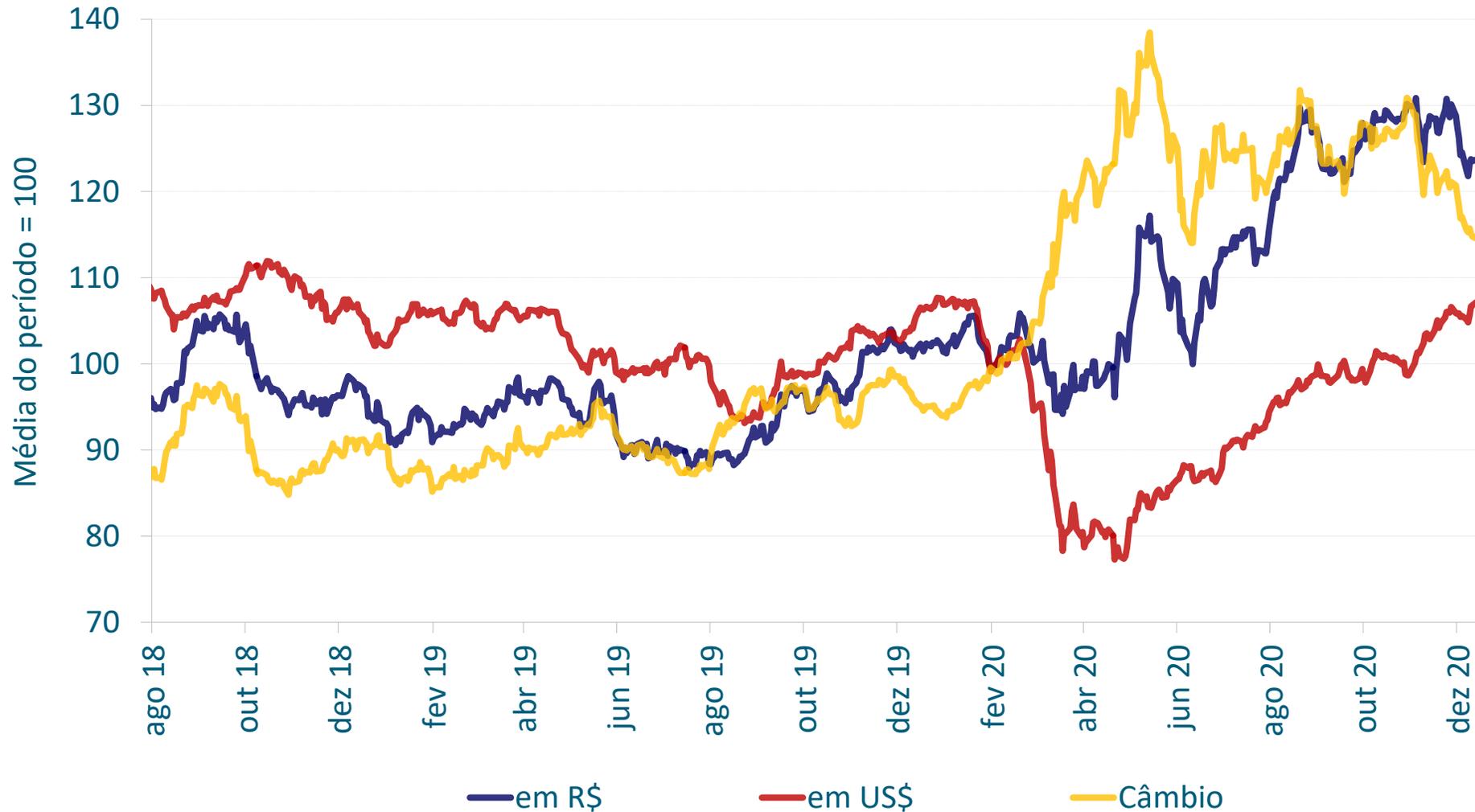
Total de trabalhadores empregados (*Total Nonfarm Payroll*^{1/})



Fonte: FRED Economic Data

1/ quantidade de trabalhadores empregados que exclui proprietários, empregados domésticos privados, voluntários não remunerados, empregados agrícolas e trabalhadores independentes não incorporados (*Total Nonfarm Payroll*)

Preços de *commodities* (IC-Br)



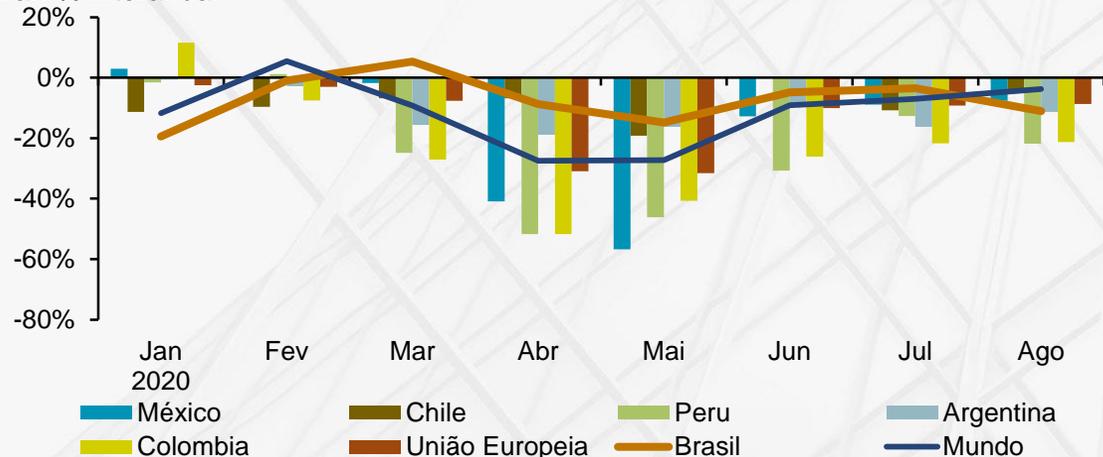
Fonte: BCB

dados até 14 de dezembro

Boxe – Resiliência das exportações brasileiras na pandemia

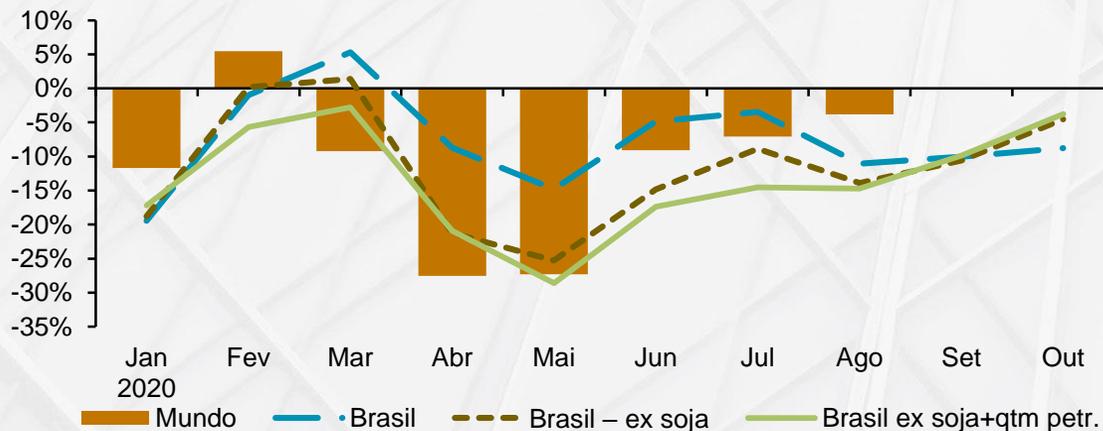
Valor das exportações

Var. % interanual



Valor das exportações

Var. % interanual



Fontes: OMC e SECEX/ME

- Pandemia causou forte retração no comércio mundial e redução do preço de *commodities* no mercado internacional;
- O Brasil, no entanto, teve impacto menor do que a maior parte dos outros países;
- Soja e petróleo explicam a maior parte do bom desempenho do volume exportado;
- Razões da resiliência: composição da pauta, produtos básicos e, em particular, alimentares, tendo a China como principal destino.

Boxe – Projeções para o Balanço de Pagamentos de 2020 e 2021

Discriminação	2018	2019	2020		2021	
			Set/20 ^{1/}	Dez/20 ^{1/}	Set/20 ^{1/}	Dez/20 ^{1/}
Transações correntes	-42	-51	-10	-7	-17	-19
Balança comercial	53	40	45	51	53	53
Exportações	240	226	201	210	214	221
Importações	186	185	155	160	161	168
Serviços	-36	-35	-20	-20	-26	-26
Renda primária	-59	-57	-37	-40	-46	-48
Conta financeira	-42	-50	-9	-7	-16	-19
Investimentos ativos	12	30	1	8	30	36
Investimentos passivos	60	55	11	9	52	64
IDP	78	69	50	36	65	60
Ações totais	-3	-2	-16	-9		
Títulos no país	-4	-4	-16	-4		
Emprést. e tít. LP	-9	-15	-3	-7		
Memo:						
Transações correntes/PIB (%)	-2,2	-2,8	-0,7	-0,5	-1,1	-1,2
IDP/PIB (%)	4,2	3,8	3,5	2,5	4,3	3,8
Taxa de rolagem (%)	92	80	95	85	100	100

1/ Projeção.

2020

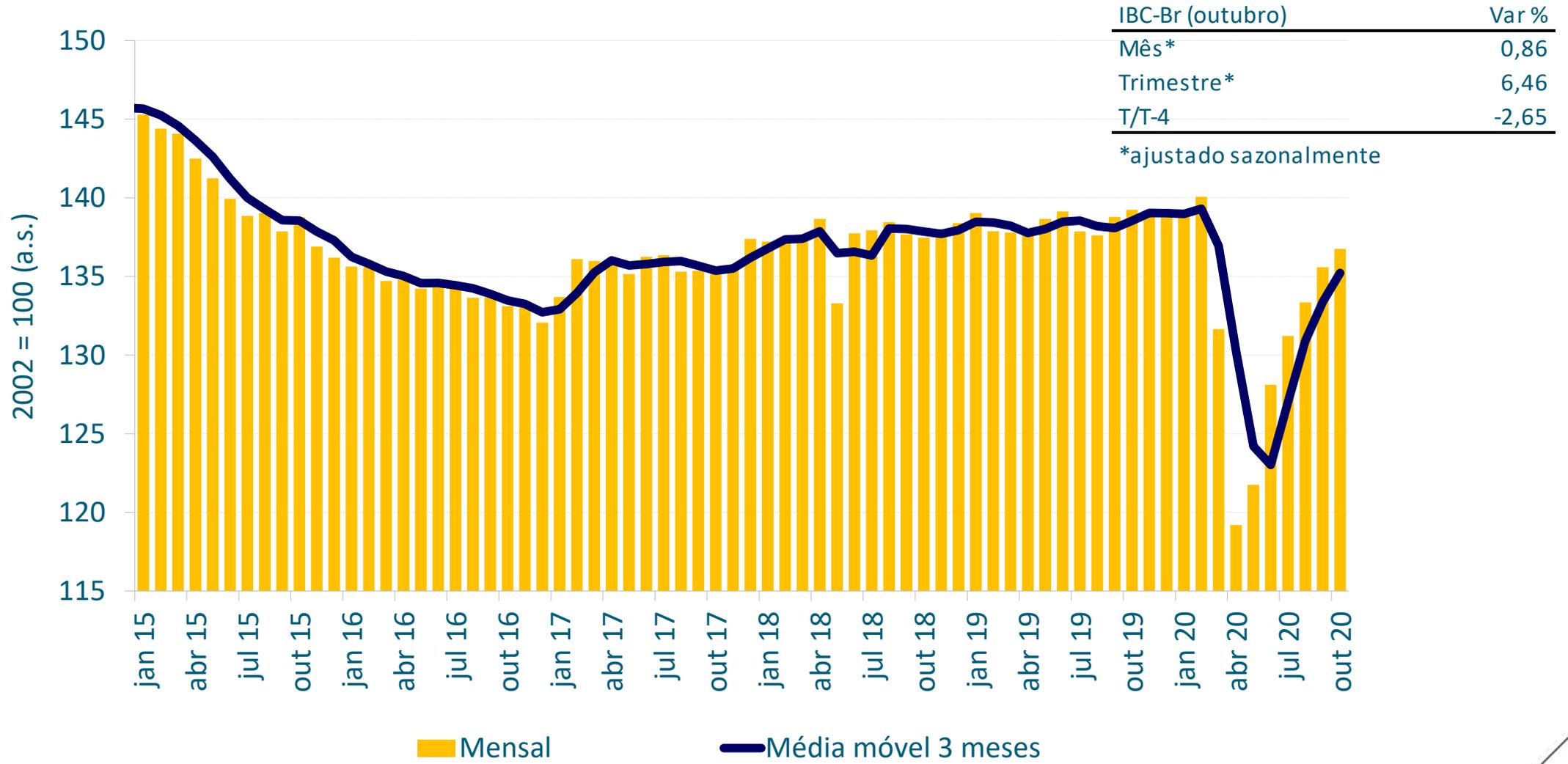
- Pequena redução da projeção de *deficit* em transações correntes, resultado da melhora do valor esperado para a balança comercial;
- Ingressos líquidos de IDP revisados para US\$36 bi, lucros reinvestidos mais baixos e maiores amortizações de operações intercompanhia.

2021

- Expectativa de pequeno aumento do *deficit* em transações correntes em relação a 2020, resultado da retomada da atividade doméstica;
- Ligeira redução da projeção de investimento direto. Mesmo assim, IDP deve superar o *deficit* em TC.

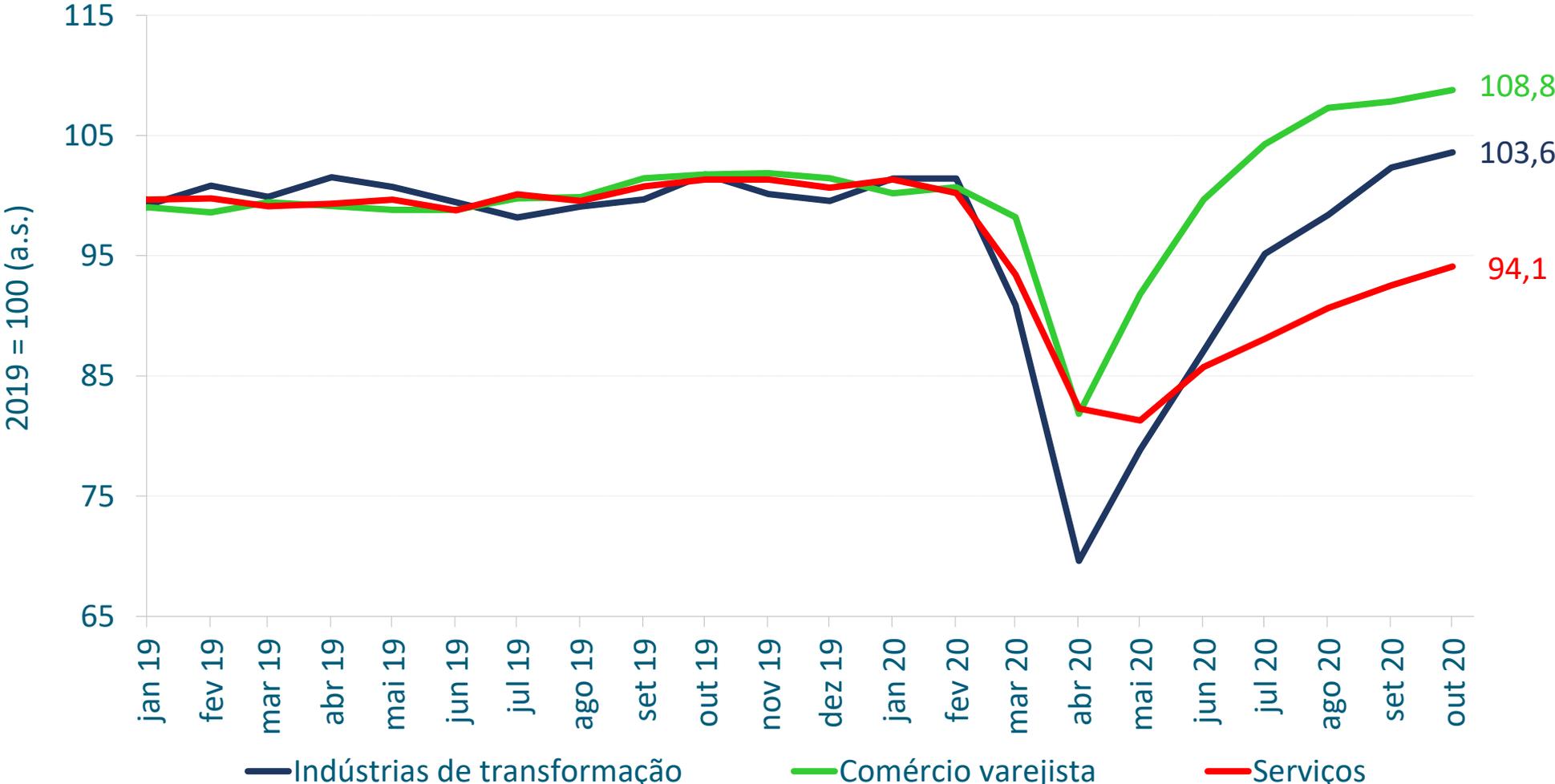
Atividade econômica

Índice de atividade econômica – IBC-Br



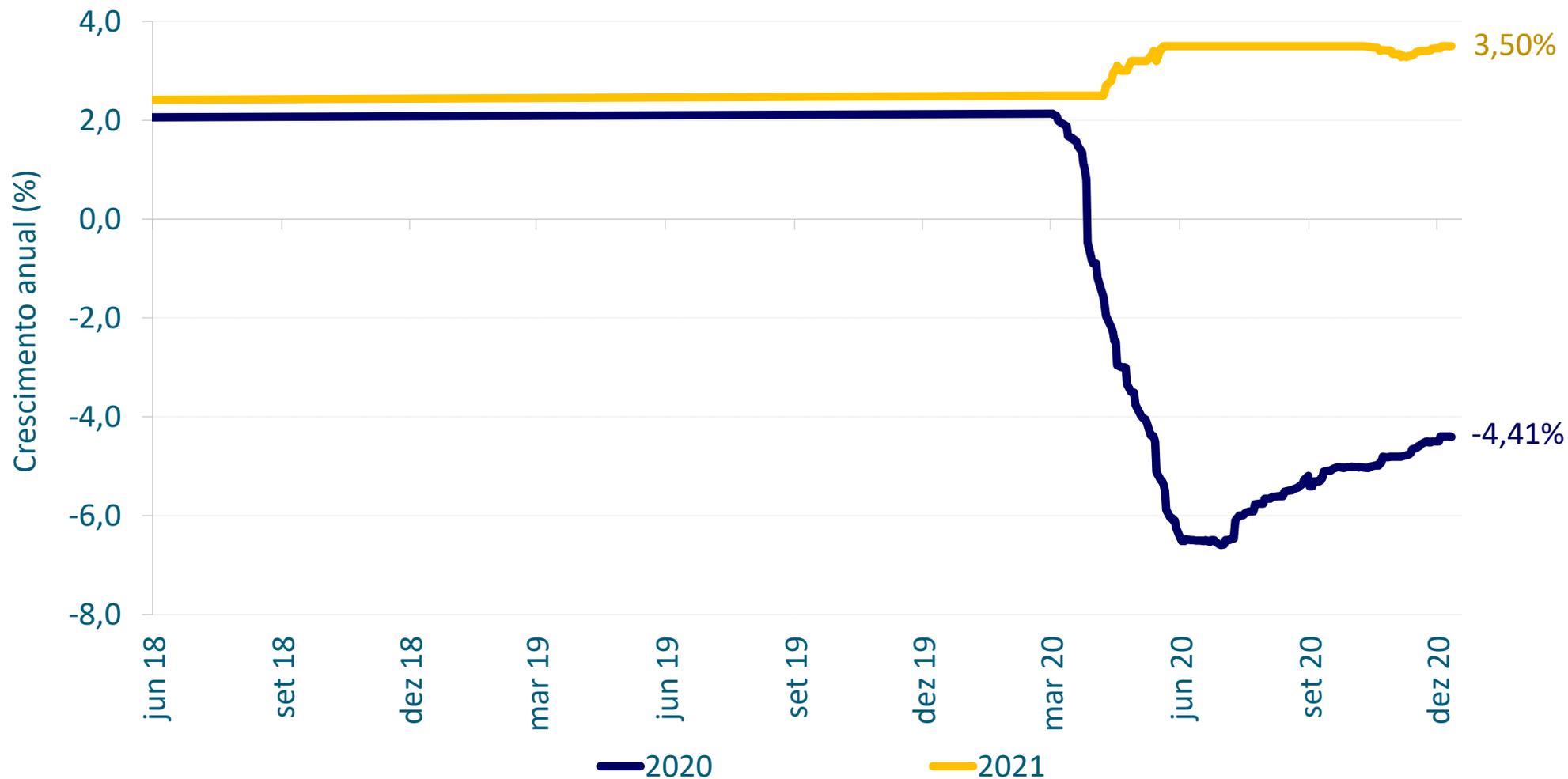
Fonte: BCB

Atividade econômica



Fonte: IBGE (PIM, PMC e PMS)

Expectativas Focus para o PIB



Fonte: BCB (Focus)

Focus: expectativas até 11 de dezembro

Boxe – Projeções para a evolução do PIB em 2020 e 2021

Produto Interno Bruto Variação anual%

Discriminação	2018	2019	2020 ^{1/}		2021 ^{1/}	
			RI Set/20	RI Dez/20	RI Set/20	RI Dez/20
PIB a preços de mercado	1,8	1,4	-5,0	-4,4	3,9	3,8
Impostos sobre produtos	2,0	2,0	-6,5	-5,6	4,2	3,0
Valor adicionado	1,8	1,3	-4,8	-4,2	3,9	4,0
Oferta						
Agropecuária	1,3	0,6	1,3	2,3	3,4	2,1
Indústria	0,7	0,4	-4,7	-3,6	4,5	5,1
Serviços	2,1	1,7	-5,2	-4,8	3,7	3,8
Demanda						
Consumo das famílias	2,4	2,2	-4,6	-6,0	5,1	3,2
Consumo do governo	0,8	-0,4	-4,2	-4,8	3,8	3,1
Formação Bruta de Capital Fixo	5,2	3,4	-6,6	-4,4	3,9	3,5
Exportação	4,1	-2,4	-1,8	-2,1	4,9	6,1
Importação	7,7	1,1	-11,1	-12,8	0,2	2,6
Contrib. setor externo (p.p.)	-0,4	-0,5	1,4	1,5	0,7	0,5

Fontes: IBGE e BCB

1/ Estimativa.

2020

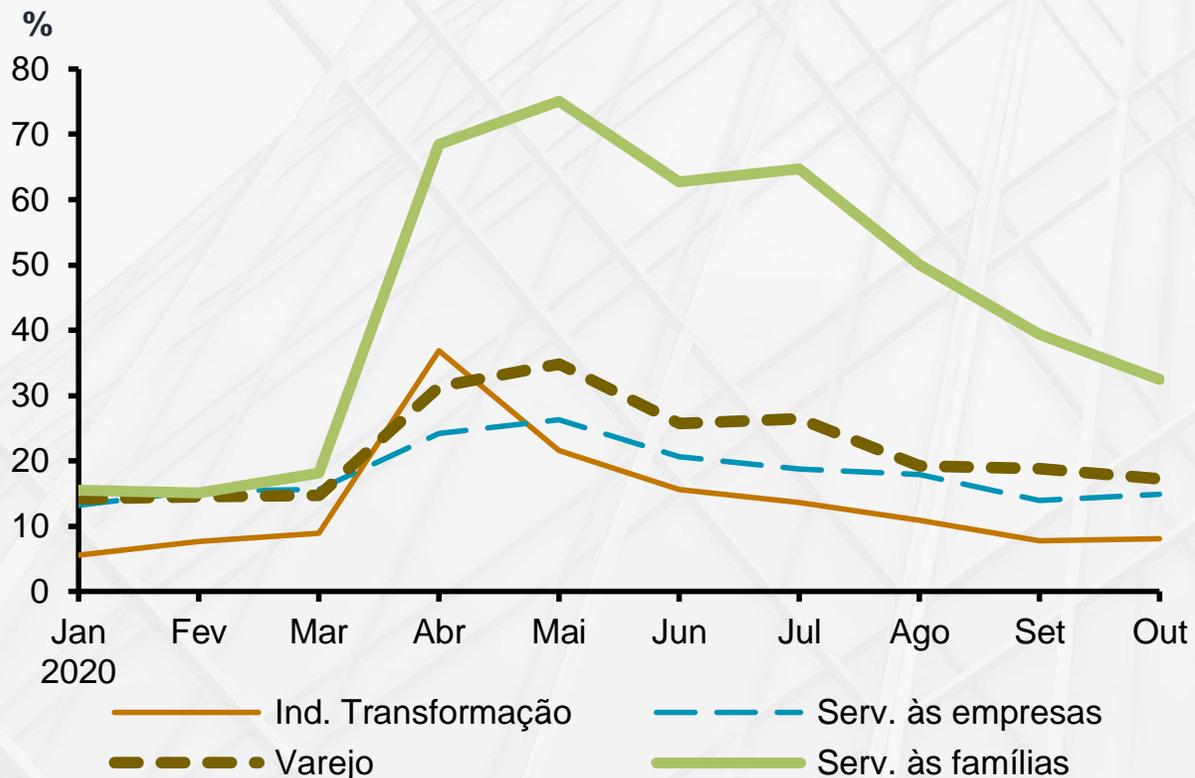
- Revisão da série histórica e 3º trimestre ligeiramente melhor do que o antecipado;
- Indicadores de mais alta frequência sugerem 4º trimestre também em ritmo mais alto que o previamente esperado.

2021

- Condicionada ao arrefecimento gradual da pandemia, à manutenção do regime fiscal, à continuidade das reformas e ajustes necessários;
- Elevação do carregamento estatístico após revisão para 2020 e perspectiva de menores taxas trimestrais, devido a antecipação da recuperação para alguns setores e retomada mais lenta do mercado de trabalho e dos índices de mobilidade.

Boxe – Fechamento de empresas na pandemia

Peso das firmas com queda elevada de faturamento



Fonte: CIP, elaboração BCB

- Dados de cartões (débito e crédito) e de boletos foram usados para medir o percentual de empresas – ponderadas pelo seu faturamento no período base – com queda de faturamento superior a 50% na comparação interanual;
- Métrica indica que não há, até o momento, encerramento de firmas de forma disseminada, o que é um sinal positivo sobre a capacidade de restabelecimento da oferta no médio prazo;
- Grande maioria dos segmentos voltou a uma dinâmica próxima ou ligeiramente melhor do que a do período pré-pandemia;
- Exceções: serviços a famílias (recreação e alojamentos) e comércio de vestuário e calçados.

Boxe – Projeções para a evolução do crédito em 2020 e 2021

	Var. % em 12 meses					
	2019	2020	2020		2021	
			Outubro	RI Set ^{1/}	RI Dez ^{1/}	RI Set ^{1/}
Total	6,5	14,5	11,5	15,6	7,3	7,8
Livres	14,1	16,3	12,5	15,8	9,0	11,1
PF	16,6	9,3	6,5	10,0	10,0	12,0
PJ	11,1	25,2	20,0	23,0	8,0	10,0
Direcionados	-2,4	12,3	10,1	15,2	4,7	3,3
PF	6,6	10,4	9,5	11,0	7,7	9,0
PJ	-14,0	15,2	11,0	22,0	0,0	-5,3
Total PF	11,9	9,8	7,8	10,4	9,0	10,6
Total PJ	-0,1	21,1	16,5	22,6	5,1	4,2

1/ Projeção.

2020

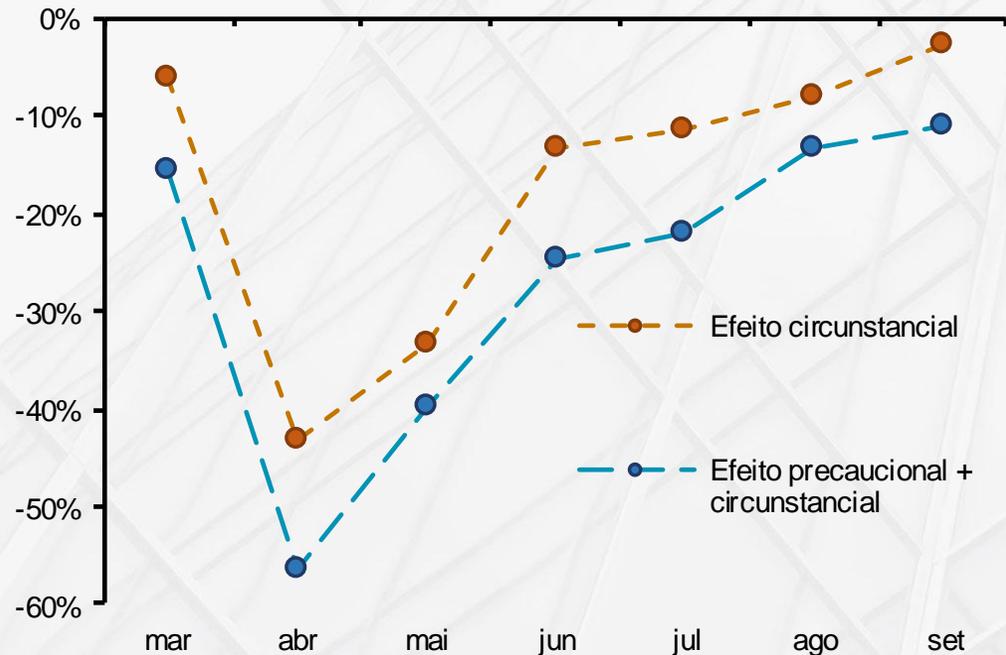
- Projeção de crescimento de 15,6% do saldo de crédito (ante 11,5% no RI de setembro de 2020);
- PF direcionado favorecido por taxas baixas de juros, estimulando novas operações no imobiliário;
- PJ direcionado fortemente impactado pelos programas (Pronampe e PEAC-FGI).

2021

- Projeção de crescimento de 7,8% (ante 7,3%);
- Aceleração do crédito às pessoas físicas, descontinuação dos programas emergenciais de crédito, retomada de novas emissões de dívida fora do SFN para as grandes corporações.

Boxe – Efeitos circunstancial e precaucional na redução do gasto durante a pandemia

Decomposição dos efeitos circunstancial e precaucional

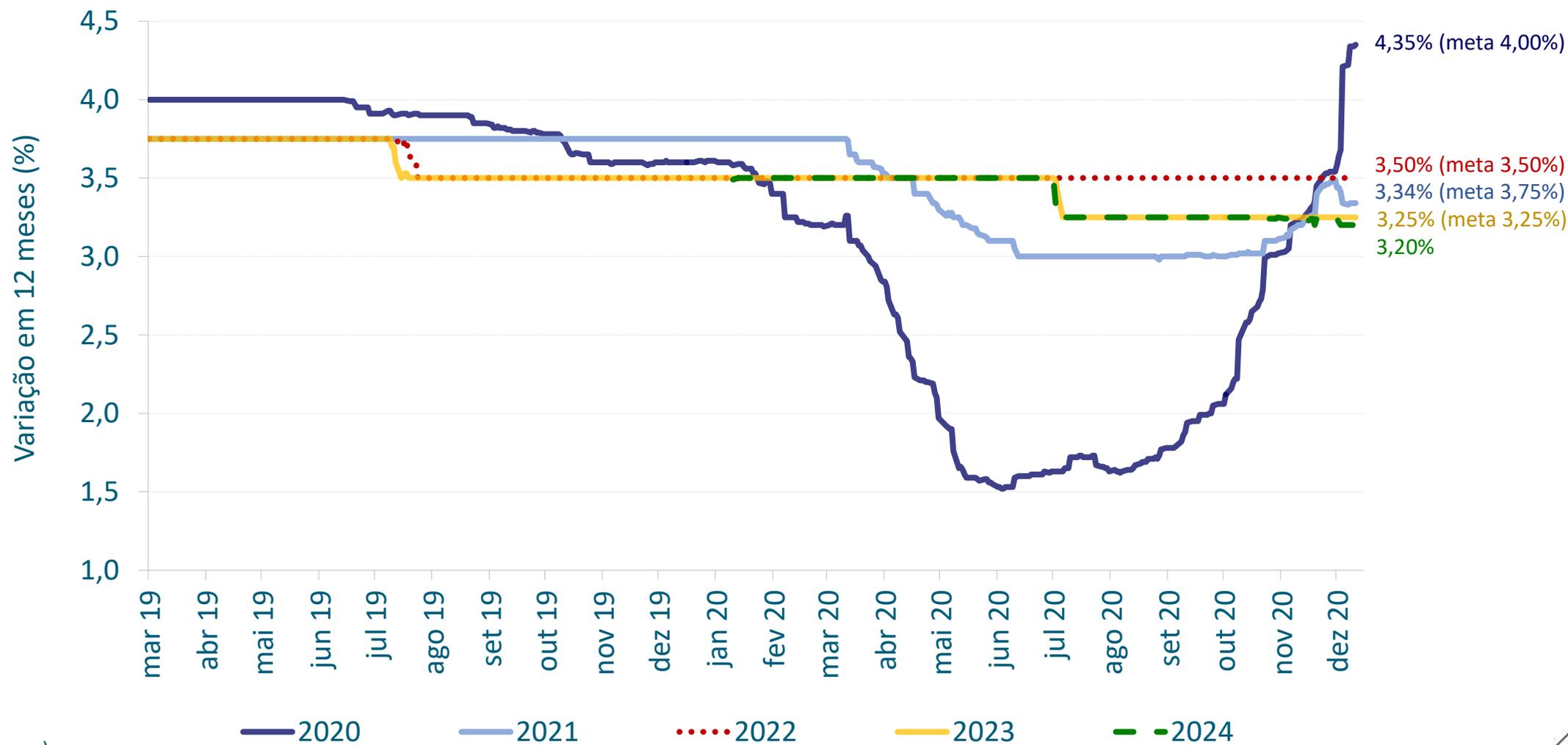


Fontes: BCB e Caged/Rais

- **Efeito circunstancial (EC):** consequência direta das restrições ao funcionamento de atividades econômicas e das mudanças de comportamento para mitigar a exposição ao vírus. Acaba com vacina;
- **Efeito precaucional (EP):** decorrente dos impactos da pandemia sobre a atividade econômica (emprego e renda futura), podendo permanecer devido a ajuste usualmente mais lento do mercado de trabalho;
- Dados de cartão de crédito e mercado de trabalho formal;
- Identificação:
 - Servidores públicos, devido a estabilidade do emprego, menos afetados por EP;
 - Trabalhadores mais idosos mais afetados por EC.
- Efeito circunstancial foi dominante no pior momento;
- Efeito precaucional domina na margem. Potencialmente relevante, dada defasagem no mercado de trabalho.

Inflação

Expectativas Focus para o IPCA

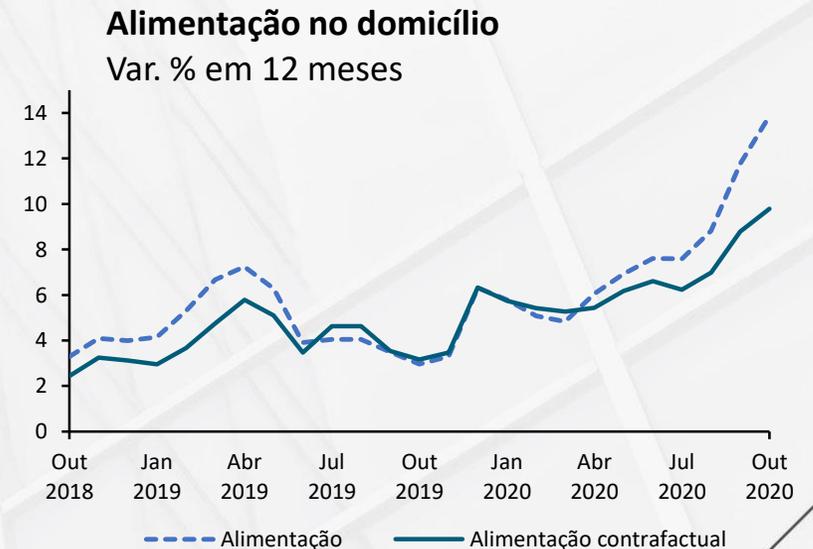
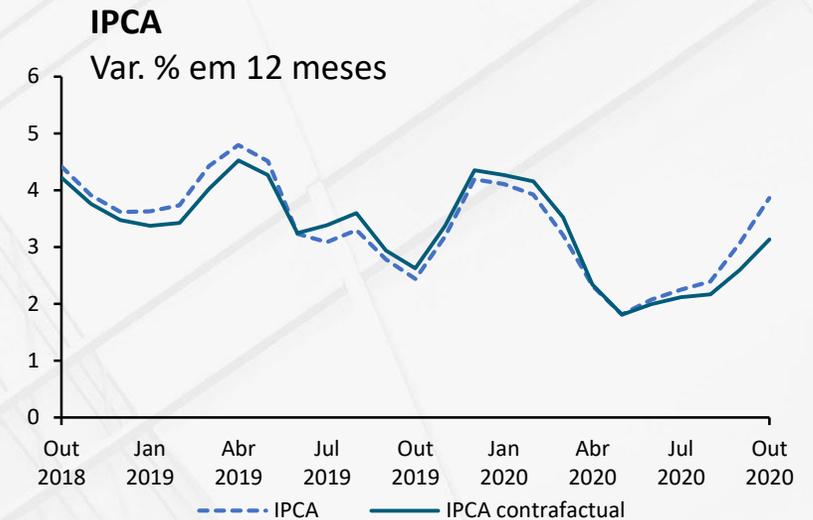


Fonte: BCB (Focus)

Focus: expectativas até 11 de dezembro

Boxe – Inflação dos subitens mais consumidos pelas famílias com rendimento de 1 a 3 salários mínimos

- Classificação dos subitens do IPCA em dois grupos: os 60 subitens cujo peso na cesta das famílias de 1 a 3 SM eram 50% maior que no IPCA geral, e os outros 181 subitens;
- Construção de “IPCA contrafactual” substituindo as variações desses subitens pelo resultado de uma regressão usando os subitens do segundo grupo com maior correlação histórica com cada subitem do primeiro grupo;
- O exercício indica que, no período recente, produtos tipicamente consumidos pelas famílias com rendimentos entre 1 a 3 SM tiveram crescimento de preços maior que produtos com comportamento histórico semelhante.



Fontes: IBGE e BCB

Boxe – Cenários alternativos de projeção de inflação

i) Risco fiscal

- Simula uma situação de significativa deterioração da percepção sobre a situação fiscal.
- Utilizadas como referência variações ocorridas em período recente da história brasileira (2014-2016):
 - Câmbio, incerteza, CDS (juro neutro).

Projeções de inflação: cenário alternativo de risco fiscal

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	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

Boxe – Cenários alternativos de projeção de inflação

ii) Prolongamento dos efeitos da pandemia

- Choque no hiato do produto na curva IS, calibrado de forma a manter o nível do hiato estável nos dois primeiros trimestres de 2021 (prolongamento da redução de demanda).

Projeções de inflação: cenário alternativo de prolongamento dos efeitos da pandemia

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres %

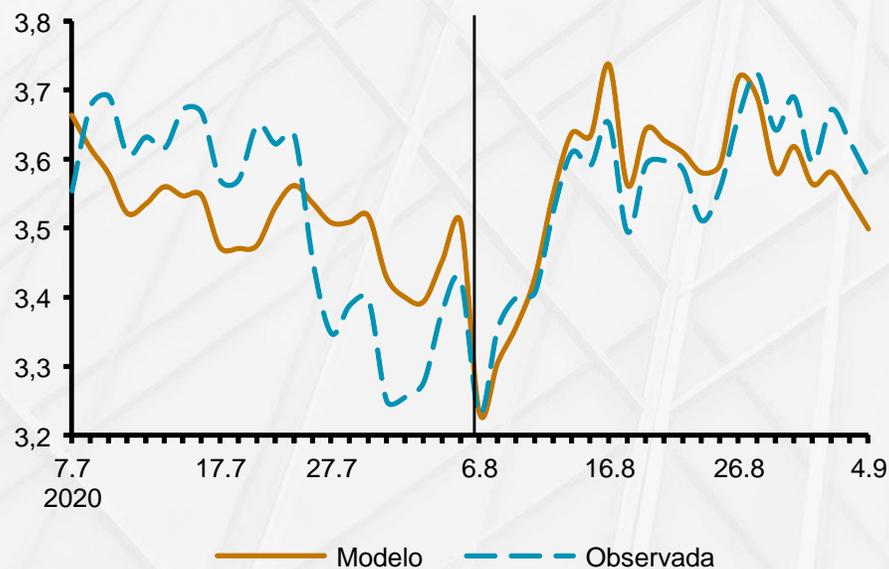
Ano	Trimestre	Cenário-base	Cenário alternativo	Impacto (p.p.)
2020	IV	4,3	4,3	0,0
2021	I	4,4	4,4	0,0
2021	II	5,7	5,3	-0,4
2021	III	5,0	4,3	-0,7
2021	IV	3,4	2,4	-1,0
2022	I	3,6	2,4	-1,2
2022	II	3,6	2,6	-1,0
2022	III	3,6	2,7	-0,9
2022	IV	3,4	2,5	-0,9

Boxe – Estimação dos efeitos do *forward guidance* na curva de juros

- Impacto estimado por meio de modelo que relaciona a taxa de juros (nominal ou real) de dois anos a uma variável *dummy* representativa do FG, utilizando-se o CDS e a taxa entre dois e sete anos como controle.
- A seguir, estima-se a sensibilidade da taxa de dois anos a surpresas em decisões passadas do Copom.
- Obtém-se que o efeito do FG é equivalente a uma surpresa de queda na Selic de 12 pontos-base (p.b.) — equivalente a uma redução de 25 p.b. na Selic, quando o mercado precificava uma redução de 13 p.b.

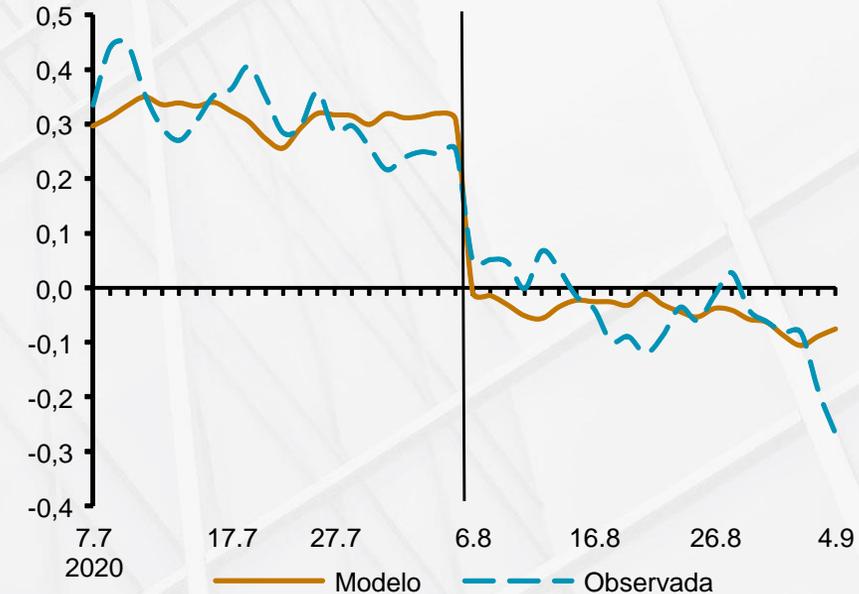
Taxa nominal de 2 anos

% a.a.



Taxa real de 2 anos

% a.a.



Boxe – Resultados das estimações do novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana

- Complementa informações sobre o novo modelo agregado semiestructural de pequeno porte, publicado no RI de setembro de 2020, apresentando o resultado da estimação bayesiana, especificamente:
 - as especificações das equações (variáveis e suas defasagens);
 - os parâmetros (distribuições a priori e a posteriori).
- As especificações do modelo e sua estimação são continuamente reavaliadas e revisadas.

Parâmetros estimados

Parâmetros	Descrição da variável ou do parâmetro	Posteriori		
		Distribuição*	Moda	Intervalo de credibilidade (90%)
Curva de Phillips				
α_1	Inércia da inflação	Uniforme $([0,1])$	0,14340	[0,0001 ; 0,3191]
α_2	Inflação importada	Uniforme $([0,1])$	0,02260	[0,0076 ; 0,0404]
α_3	Varição do câmbio	Uniforme $([0,1])$	0,01590	[0,0038 ; 0,0278]
α_4	Hiato do produto	Uniforme $([0,1])$	0,17850	[0,1213 ; 0,2384]
α_5	Anomalia climática	Uniforme $([0,1])$	0,20520	[0,1217 ; 0,2707]
Curva IS				
β_1	Autorregressivo da IS	Uniforme $([-1,1])$	0,70480	[0,6377 ; 0,7598]
β_2	Selic real	Uniforme $([0,1])$	0,56430	[0,4274 ; 0,7348]
β_3	Resultado primário	Uniforme $([0,1])$	0,02430	[0 ; 0,1008]
β_4	Incerteza da economia	Uniforme $([0,1])$	0,05490	[0,0447 ; 0,0671]
Regra de Taylor				
θ_1	Suavização dos juros, 1ª defasagem	Uniforme $([0,2])$	1,48570	[1,4162 ; 1,539]
θ_2	Suavização dos juros, 2ª defasagem	Uniforme $([-1,1])$	-0,58360	[-0,6362 ; -0,5214]
θ_3	Desvio da expectativa de inflação em relação à meta	Uniforme $([0,6])$	1,91200	[1,4858 ; 2,5932]
Expectativas de inflação				
φ_1	Inércia da expectativa	Uniforme $([0,1])$	0,72180	[0,616 ; 0,7867]
φ_2	Expectativa consistente com o modelo	Uniforme $([0,1])$	0,13500	[0,0973 ; 0,1707]
φ_3	Inflação passada	Uniforme $([0,1])$	0,02710	[0,0004 ; 0,066]
φ_4	Varição do câmbio	Uniforme $([0,1])$	0,00300	[0,0014 ; 0,0049]
Outras curvas				
δ	Diferencial de taxa de juros interna e externa	Uniforme $([0,1])$	0,15990	[0,0325 ; 0,3057]
γ_{nuci}	Coefficiente de proporcionalidade da Nuci	Uniforme $([0,3])$	1,99900	[1,7487 ; 2,2948]
γ_{emp}	Coefficiente de proporcionalidade do emprego	Uniforme $([0,3])$	1,05160	[0,9218 ; 1,2064]
γ_{caged}	Coefficiente de proporcionalidade do Caged	Uniforme $([0,3])$	0,74830	[0,6503 ; 0,8469]

* As distribuições uniformes são definidas com os limites dos intervalos da distribuição.

Projeções condicionais

Perspectivas para a inflação

- Curto prazo: transição de bandeira tarifária, coleta extraordinária de mensalidades escolares, acomodação dos alimentos (indicadores de alta frequência já mostram recuo nos preços agropecuários ao produtor), continuidade da pressão sobre bens industriais, alta em administrados (derivados de petróleo e plano de saúde) e normalização de preços deprimidos no segmento de serviços.
- Condições financeiras mais acomodáticas (implica atividade, não inflação ou estímulo monetário).

IPCA – Projeção de curto prazo

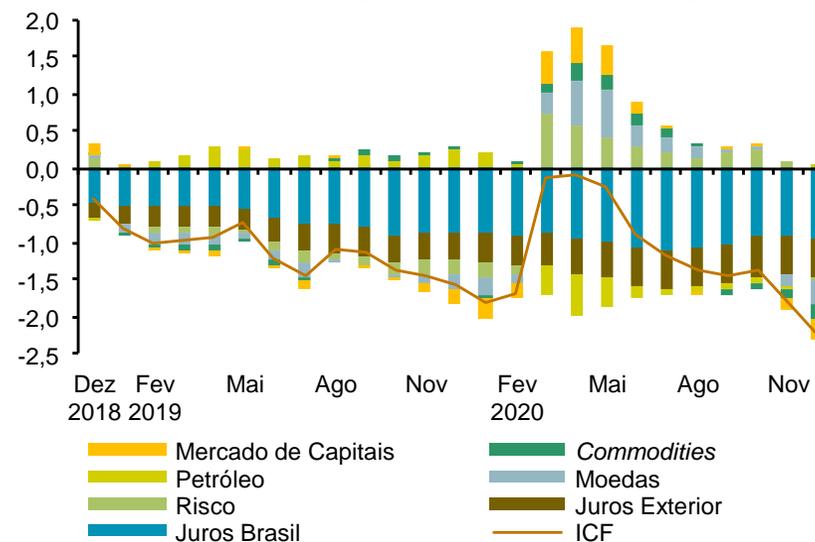
	Variação %				
	2020	2021		12 meses até fev.	
	Dez	Jan	Fev	No trim.	
Cenário do Copom ^{1/}	1,09	0,27	0,36	1,73	4,43

Fontes: IBGE e BCB

^{1/} Cenário na data de corte.

Indicador de Condições Financeiras

Desvios-padrão em relação à média e contribuições



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Valores referem-se à média mensal. Valor de dez/2020 refere-se à média até o dia 4.

Projeções condicionais para a inflação

Projeções de inflação

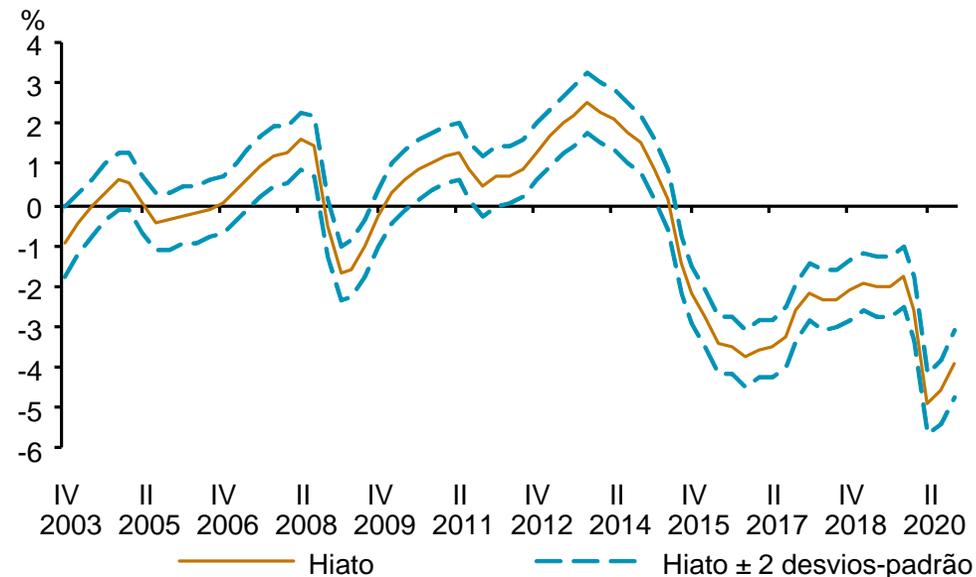
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres %

Ano	Trim.	Meta	RI de setembro ^{1/}	RI de dezembro ^{2/}	Diferença (p.p.)
2020	IV	4,00	2,1	4,3	2,2
2021	I		2,4	4,4	2,0
2021	II		3,3	5,7	2,4
2021	III		2,8	5,0	2,2
2021	IV	3,75	2,9	3,4	0,5
2022	I		3,2	3,6	0,4
2022	II		3,5	3,6	0,1
2022	III		3,4	3,6	0,2
2022	IV	3,50	3,3	3,4	0,1
2023	I		3,3	3,4	0,1
2023	II		3,3	3,4	0,1
2023	III		3,3	3,3	0,0
2023	IV	3,25	3,3	3,3	0,0

1/ Cenário com Selic Focus e câmbio constante.

2/ Cenário com Selic Focus e câmbio PPC.

Estimativa do hiato do produto

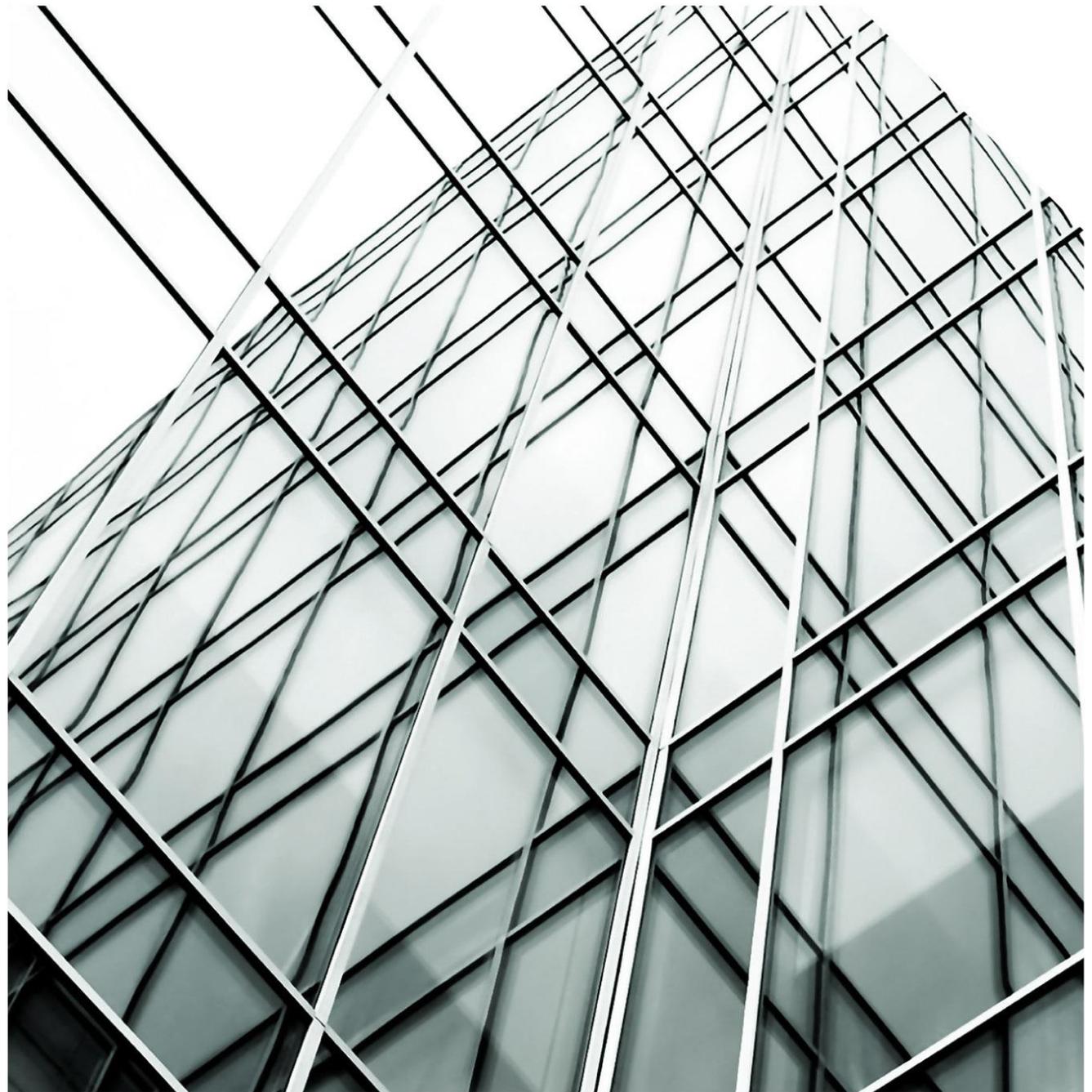


- Hiato no quarto trimestre de 2020 estimado em -3,9%;
- Hiato atinge valor neutro em 2022;
- Juro real neutro igual a 3% no horizonte de projeção.

Relatório de Inflação

Dezembro de 2020

Fabio Kanczuk



Condução da Política Monetária

Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 235ª Reunião (8 e 9 de dezembro), considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, 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 os anos-calendário de 2021 e 2022.

Condução da Política Monetária – 2

- 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.

Condução da Política Monetária – 3

- O Comitê considera adequado o atual nível extraordinariamente elevado de estímulo monetário que vem sendo produzido pela manutenção da taxa básica de juros em 2,00% a.a. e pelo *forward guidance* adotado em sua 232ª reunião, segundo o qual o Copom não pretende reduzir o grau de estímulo monetário desde que determinadas condições sejam satisfeitas.
- O Copom avalia que essas condições seguem satisfeitas. Apesar da elevação desde a última reunião, em particular para o ano de 2021, as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, permanecem abaixo da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária; o regime fiscal não foi alterado; e as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas.

Condução da Política Monetária – 4

- O Copom avalia que, desde a adoção do *forward guidance*, observou-se uma reversão da tendência de queda das expectativas de inflação em relação às metas para o horizonte relevante. Além disso, ao longo dos próximos meses, o ano-calendário de 2021 perderá relevância em detrimento ao de 2022, que está com projeções e expectativas de inflação em torno da meta.

Condução da Política Monetária – 5

- A manutenção desse cenário de convergência da inflação sugere que, em breve, as condições para a manutenção do *forward guidance* podem não mais ser satisfeitas, o que não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros pois a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas quanto à evolução da atividade.
- No cenário de retirada do *forward guidance*, a condução da política monetária seguirá o receituário do regime de metas para a inflação, baseado na análise da inflação prospectiva e de seu balanço de riscos.