

# Perspectivas para a inflação

Relatório Trimestral de Inflação

Fabio Kanczuk

Setembro de 2020

## i. Cenário externo

- No cenário externo, 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 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.

## ii. Atividade econômica

- Em relação à atividade econômica brasileira, indicadores recentes 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.

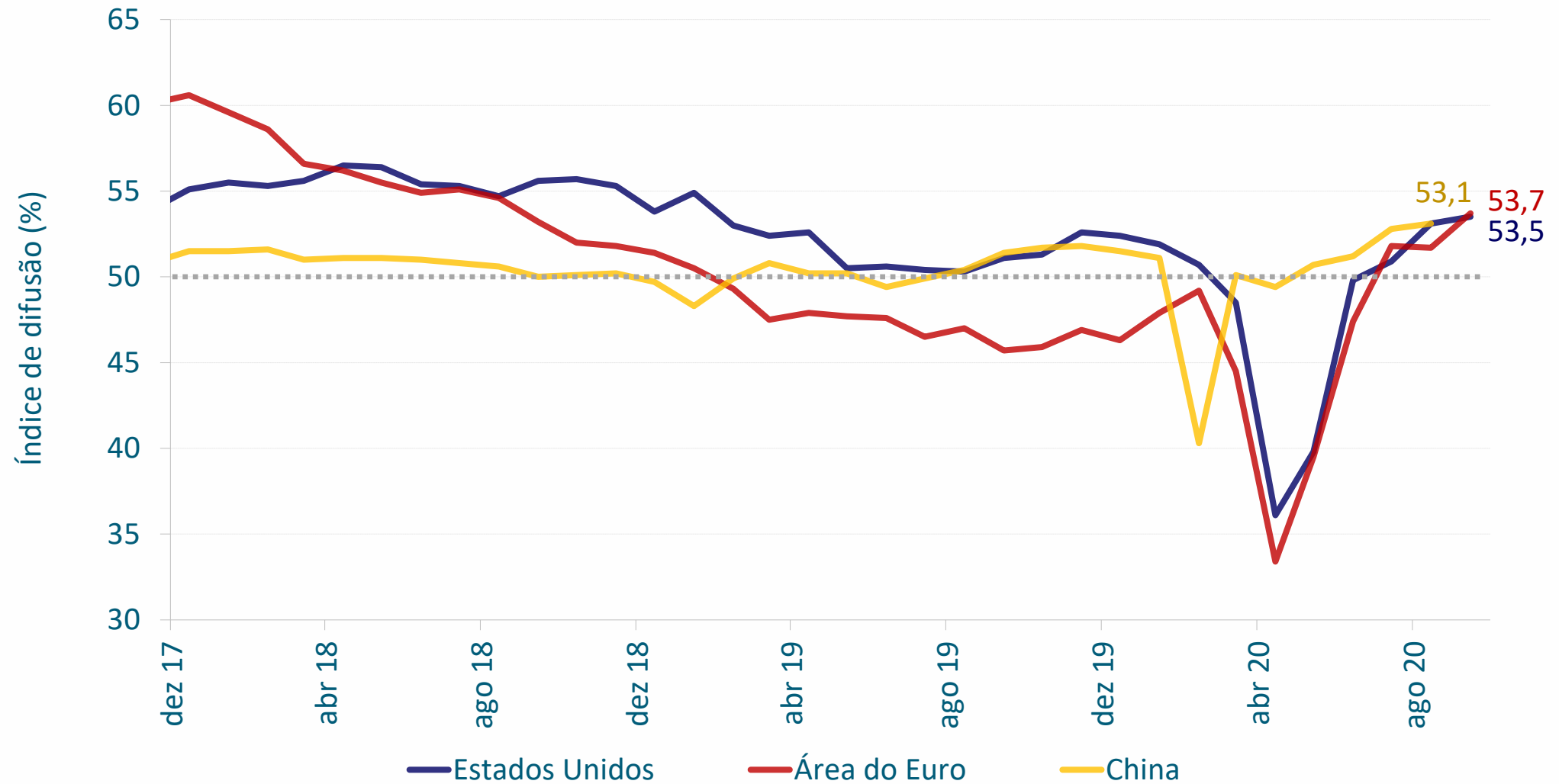
## iii. Inflação

- 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.
- 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 11/set

# i. Cenário externo

# PMI Manufatura – Estados Unidos, Área do Euro e China

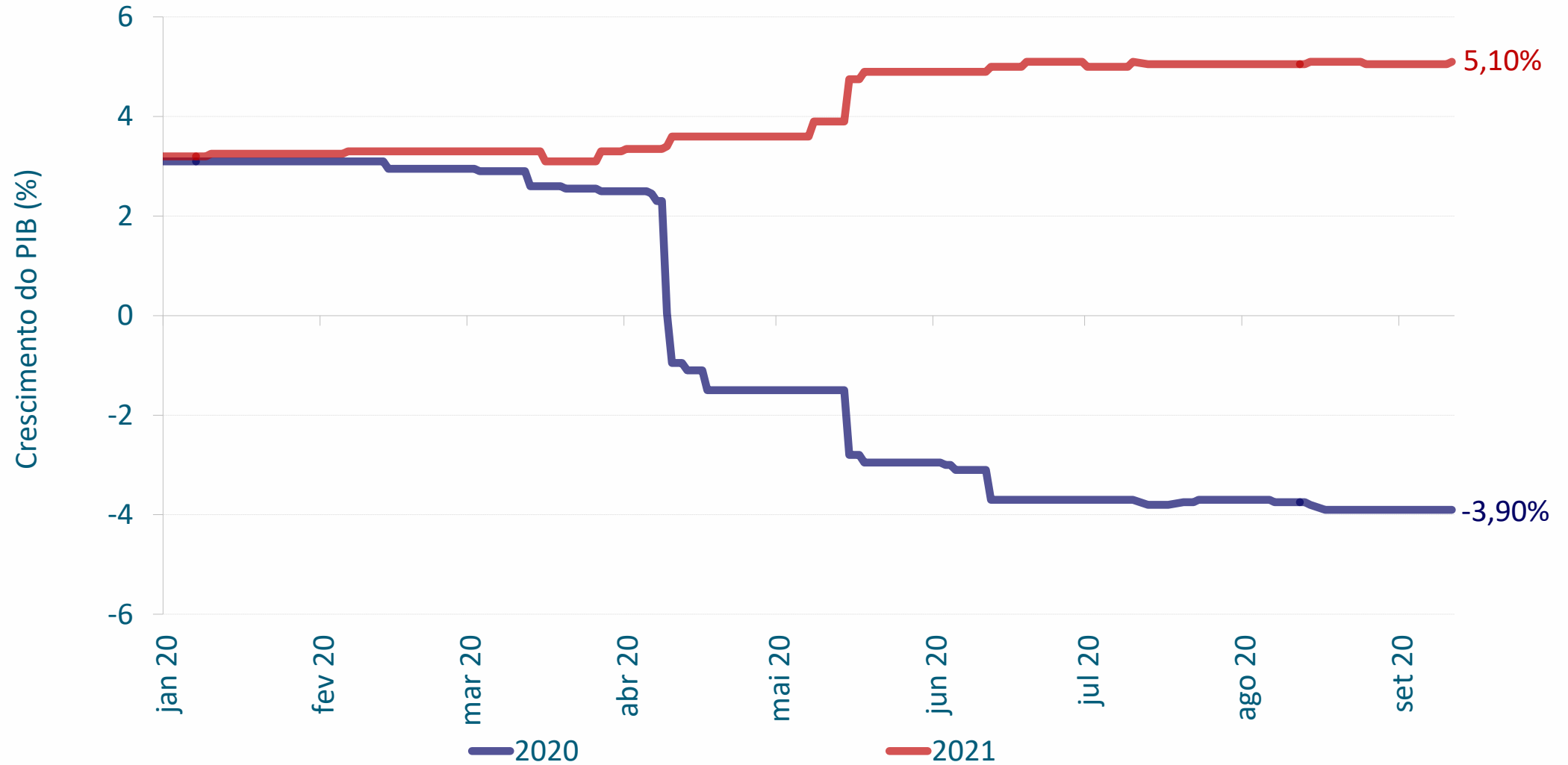


Fonte: Thonson Datastream

China: dados até agosto; EUA e Área do Euro: dados até setembro

# Expectativas de crescimento do PIB mundial

Mediana

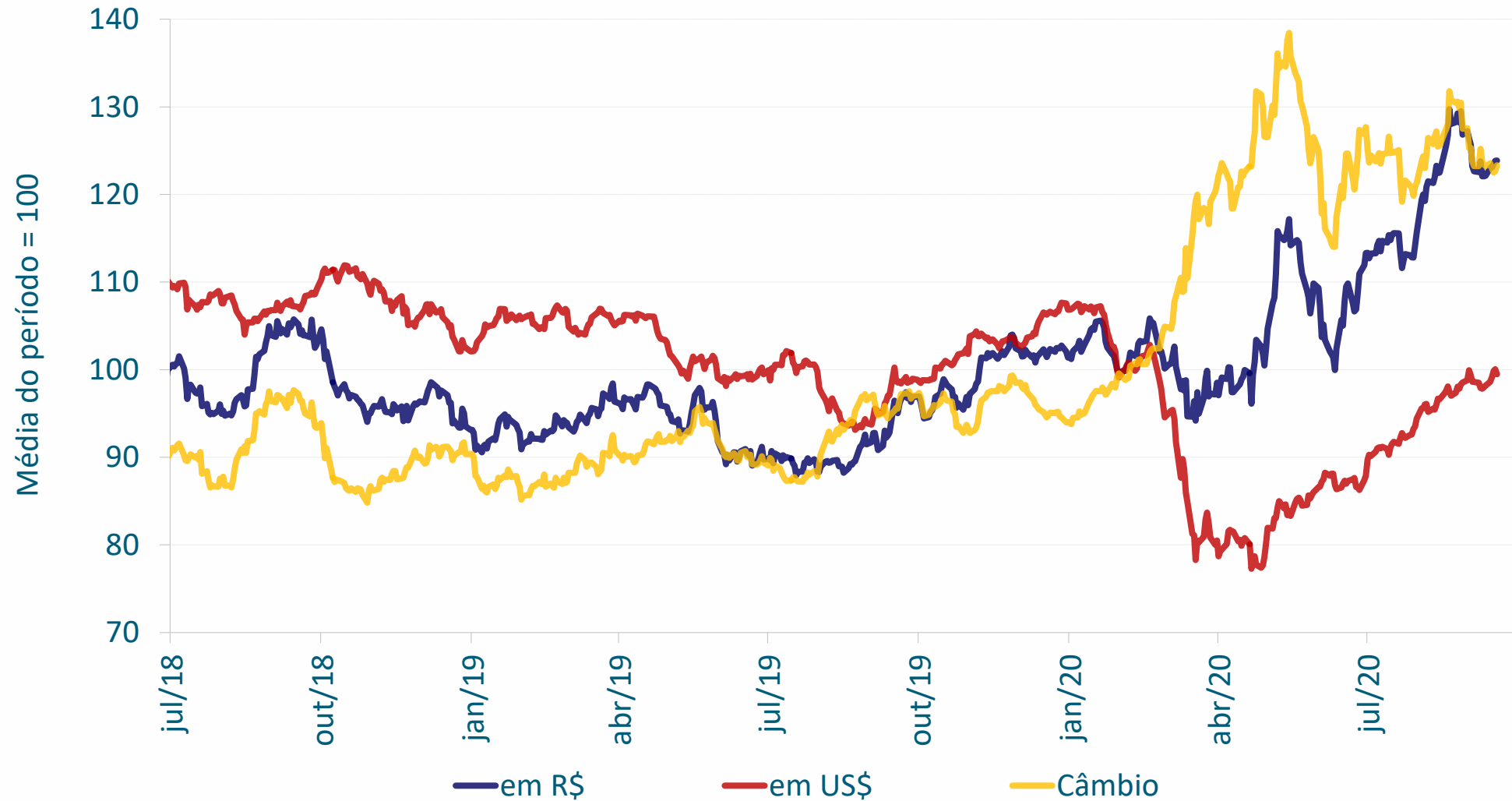


Fonte: Bloomberg

dados até 11/set

# Preços de *commodities* (IC-Br)

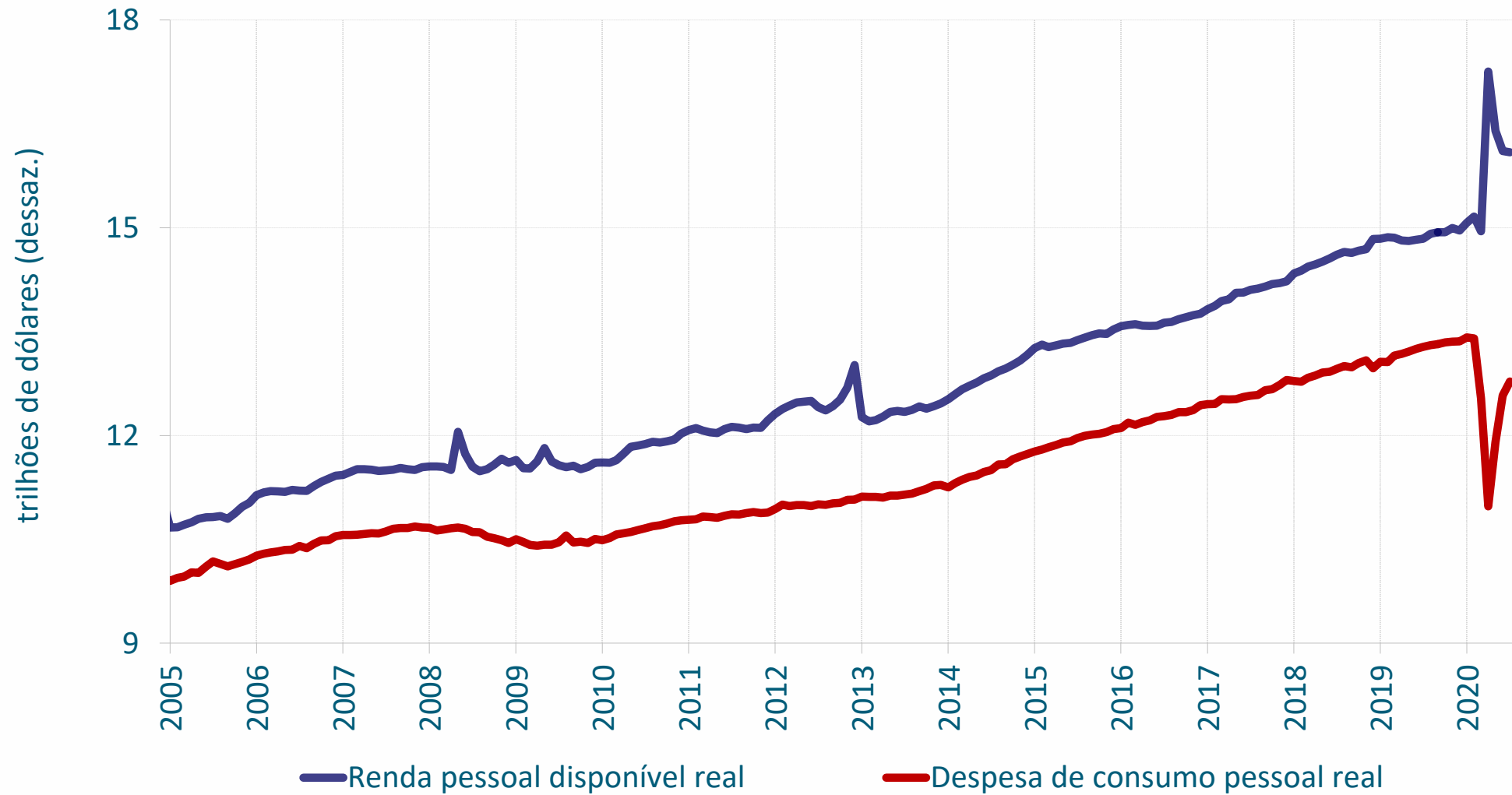
Desde o último Relatório de Inflação, alta dos preços das *commodities* em dólares e volatilidade do câmbio



Fonte: BCB

dados até 18/set

# Estados Unidos – Renda disponível e despesa de consumo

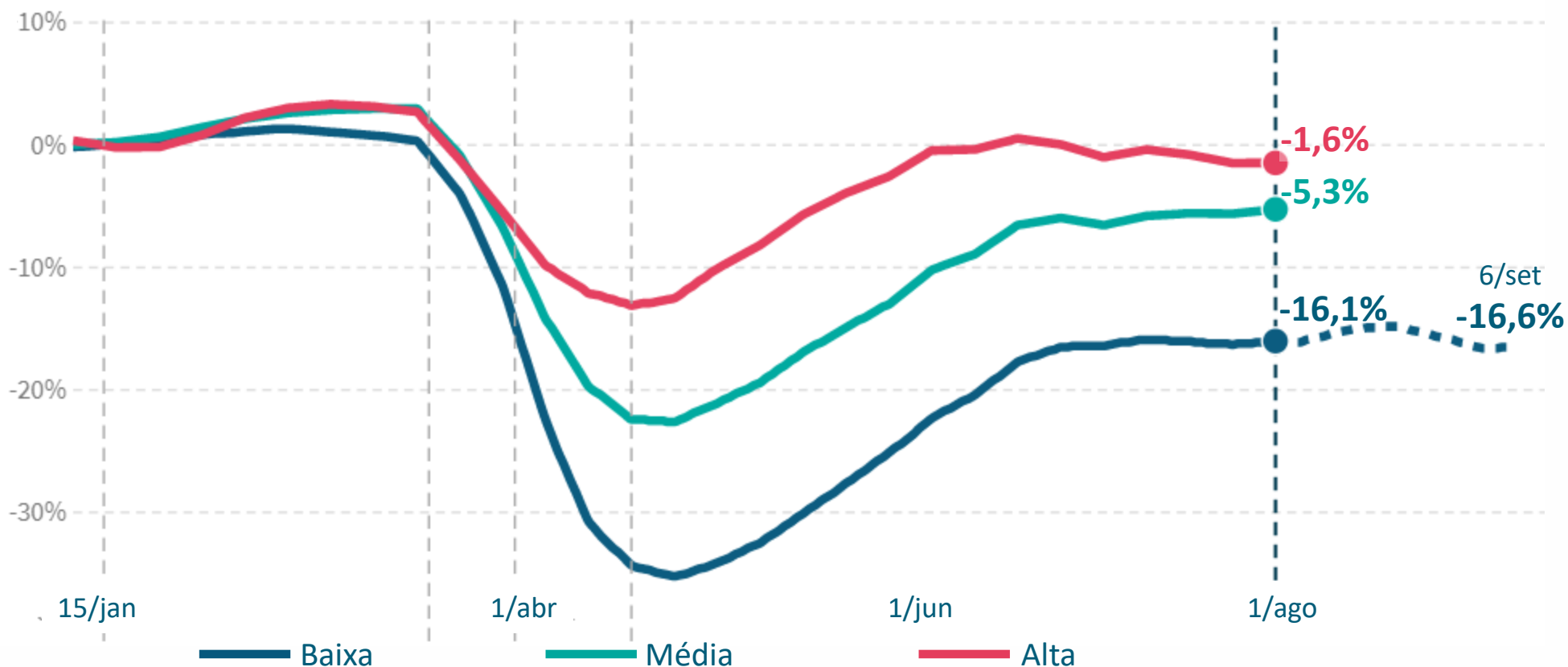


Fonte: FRED Economic Data

dados até julho de 2020

# Estados Unidos – Emprego por faixa salarial

Varição percentual do emprego em relação a janeiro de 2020 por faixa salarial dos trabalhadores



20/jan: 1º caso de Covid-19 nos EUA  
 13/mar: declarada emergência nacional nos EUA

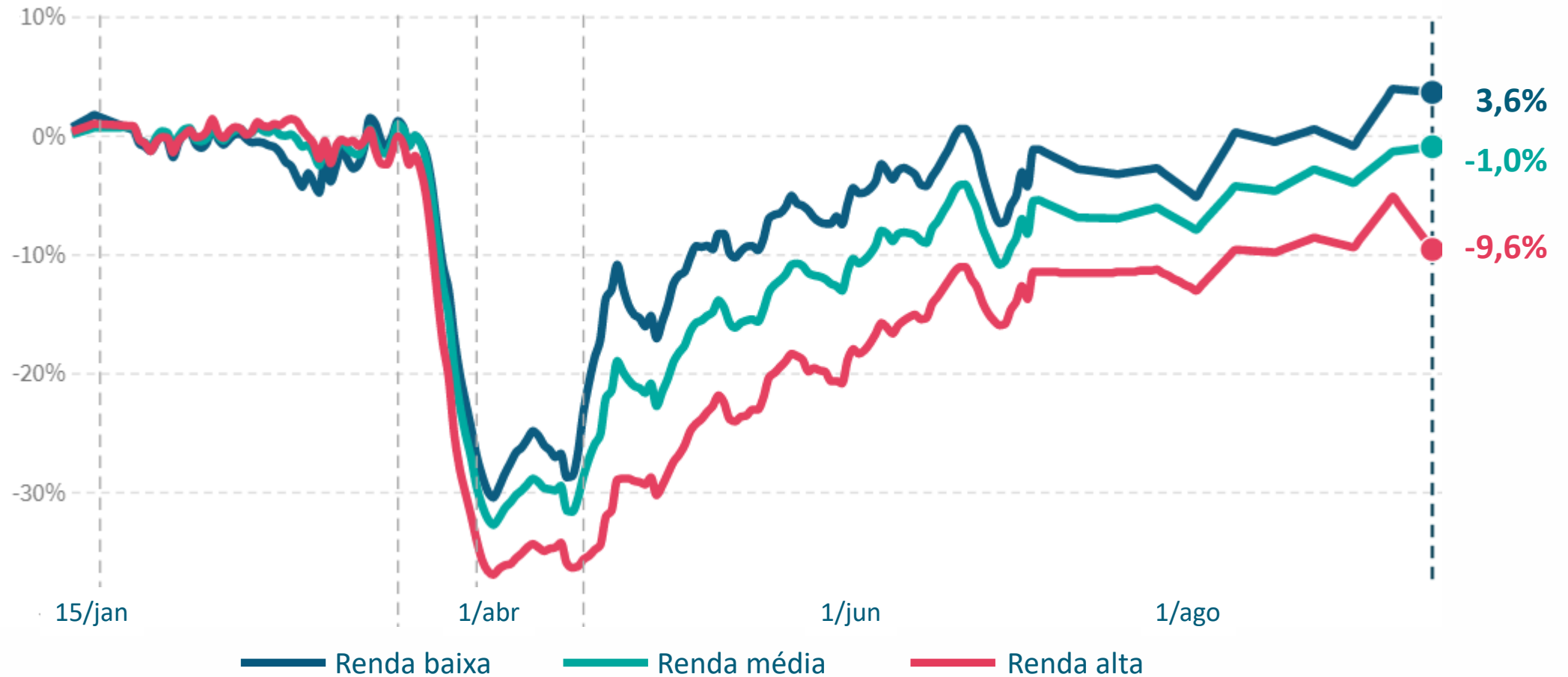
27/mar: promulgação do CARES Act  
 15/abr: início do pagamento do auxílio

Fonte: Opportunity Insights (tracktherecovery.org)

dados até 29 de julho

# Estados Unidos – Gastos dos consumidores

Variação percentual de gastos de consumidores em relação a janeiro de 2020 por faixa de renda dos consumidores



20/jan: 1º caso de Covid-19 nos EUA  
13/mar: declarada emergência nacional nos EUA

27/mar: promulgação do CARES Act  
15/abr: início do pagamento do auxílio

Fonte: Opportunity Insights (tracktherecovery.org)

dados até 13 de setembro

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

Discriminação	US\$ bilhões				
	2018	2019	2020		2021
			RI Jun/20 <sup>1/</sup>	RI Set/20 <sup>1/</sup>	RI Set/20 <sup>1/</sup>
<b>Transações correntes</b>	<b>-41,5</b>	<b>-50,9</b>	<b>-13,9</b>	<b>-10,2</b>	<b>-16,7</b>
<b>Balança comercial</b>	<b>53,0</b>	<b>40,5</b>	<b>39,0</b>	<b>45,3</b>	<b>52,7</b>
Exportações	239,5	225,8	187,5	200,7	214,1
Importações	186,5	185,3	148,5	155,4	161,4
Serviços	-35,7	-35,1	-21,5	-20,4	-26,0
Renda primária	-58,8	-57,5	-32,9	-37,4	-45,8
<b>Conta financeira</b>	<b>-42,4</b>	<b>-53,5</b>	<b>-13,7</b>	<b>-8,9</b>	<b>-16,4</b>
Investimentos ativos	12,3	29,7	21,3	1,5	29,6
Investimentos passivos	60,4	58,8	25,6	11,2	51,9
<b>IDP</b>	<b>78,2</b>	<b>73,5</b>	<b>55,0</b>	<b>50,0</b>	<b>65,2</b>
Memo:					
<b>Transações correntes/PIB (%)</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>
<b>IDP/PIB (%)</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>
Taxa de rolagem (%)	92,1	79,9	100,0	95,3	100,0

1/ Projeção.

## 2020

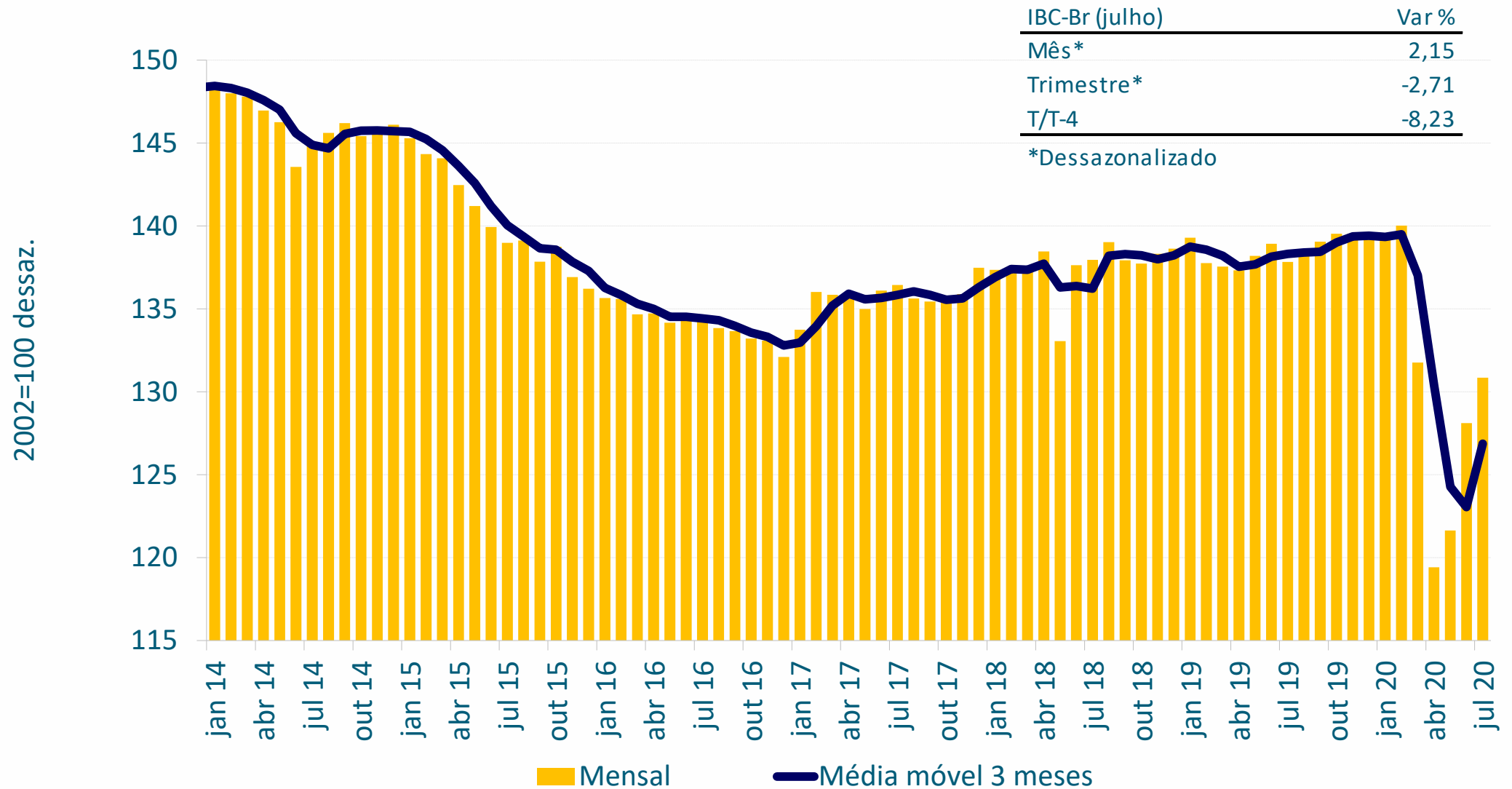
- **Ligeira redução da projeção de *deficit* em transações corrente**, resultado da **melhora do valor esperado para as exportações**, contrabalançado por um *deficit* maior na conta de lucros e dividendos.
- Ingressos líquidos de IDP foram revisados para US\$50 bilhões e seguem sendo a principal fonte de financiamento do *deficit* em transações correntes.

## 2021

- **Pequeno aumento do *deficit* em transações correntes**, resultado da retomada da atividade doméstica.
- **Entradas mais forte de investimento direto**, que deve continuar a ser o principal financiador do *deficit*.

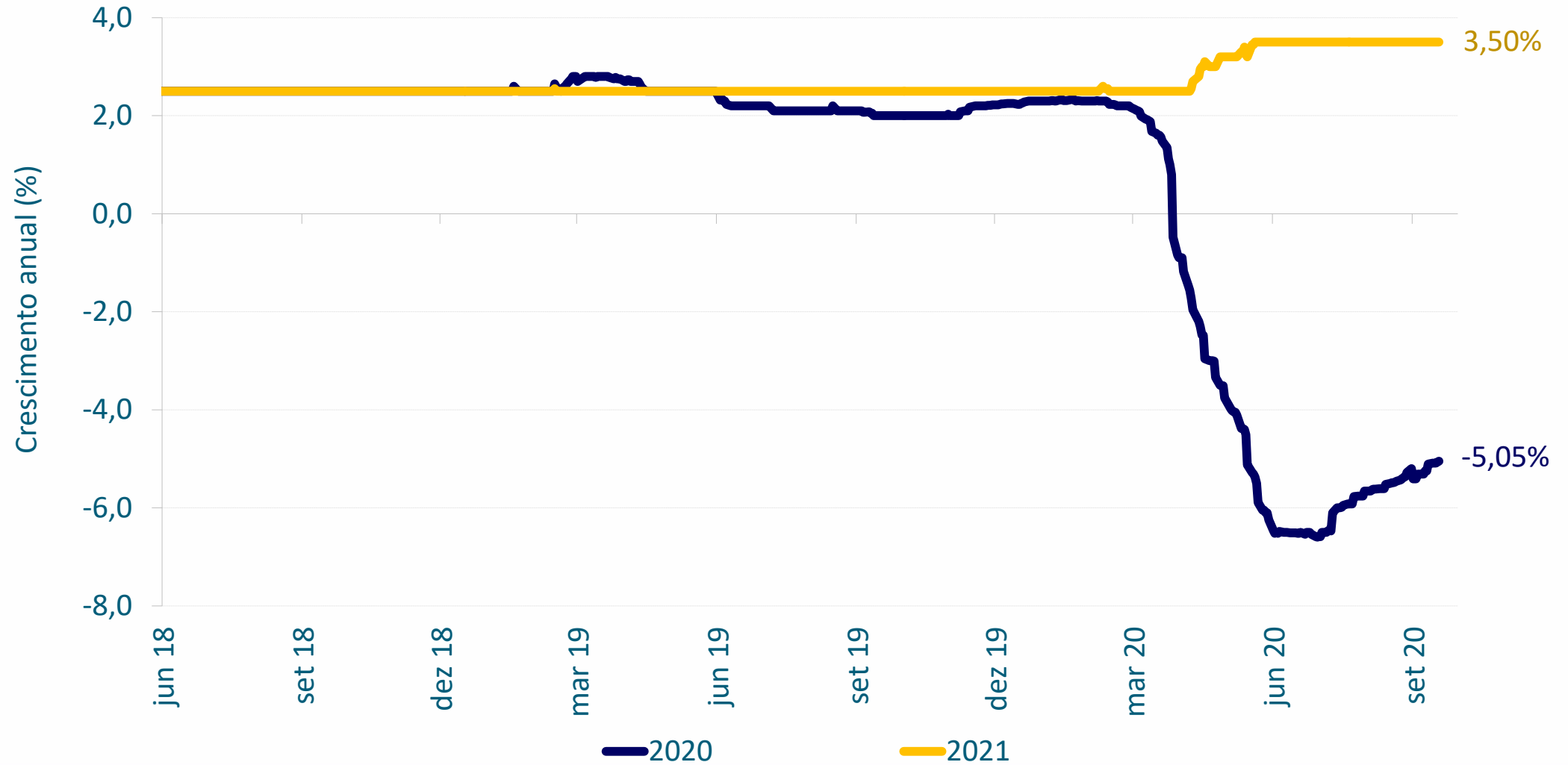
## ii. Atividade econômica

# Índice de atividade econômica – IBC-Br



Fonte: BCB

# Expectativas Focus para o PIB



Fonte: BCB (Focus)

Focus: expectativas até 18/set

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

## Produto Interno Bruto - Variação anual %

	2018	2019	Projeções		
			2020		2021
			RI Jun/20	RI Set/20	RI Set/20
<b>PIB a preços de mercado</b>	1,3	1,1	-6,4	-5,0	3,9
<b>Impostos</b>	1,6	1,5	-10,9	-6,5	4,2
<b>Valor adicionado</b>	1,3	1,1	-5,6	-4,8	3,9
<b>Oferta</b>					
<b>Agropecuária</b>	1,4	1,3	1,2	1,3	3,4
<b>Indústria</b>	0,5	0,5	-8,5	-4,7	4,5
<b>Serviços</b>	1,5	1,3	-5,3	-5,2	3,7
<b>Demanda</b>					
<b>Consumo das famílias</b>	2,1	1,8	-7,4	-4,6	5,1
<b>Consumo do governo</b>	0,4	-0,4	0,2	-4,2	3,8
<b>Formação bruta de capital fixo</b>	3,9	2,2	-13,8	-6,6	3,9
<b>Exportações</b>	4,0	-2,5	-8,1	-1,8	4,9
<b>Importações (-)</b>	8,3	1,1	-11,1	-11,1	0,2
<b>Contribuição setor externo (p.p.)</b>	-0,5	-0,5	0,5	1,4	0,7

### 2020

- Apesar do forte recuo do PIB no 2º trimestre, conjunto de indicadores disponíveis mostra retomada da atividade mais rápida do que a antecipada.
- Recuperação, contudo, é heterogênea, com alguns serviços ainda em patamares bastante deprimidos.
- A projeção atual considera crescimento acentuado no 3º trimestre e moderação no quarto, com a redução de transferências extraordinárias.

### 2021

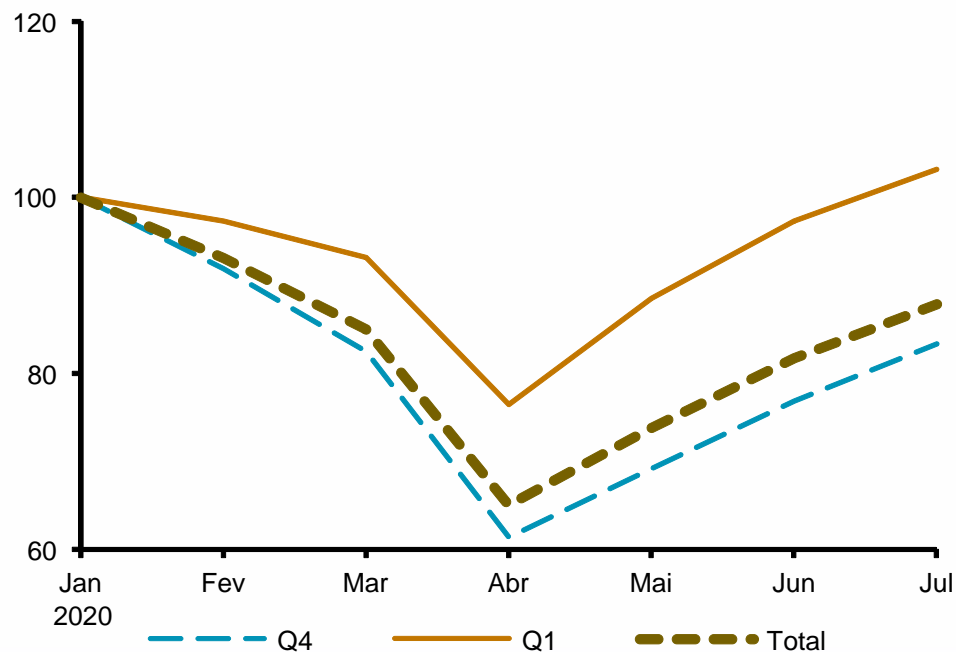
- Condicionada ao cenário de continuidade das reformas que assegurem o equilíbrio fiscal de longo prazo.
- Pressupõe arrefecimento da pandemia, com gradativa elevação da mobilidade e volta progressiva aos padrões de consumo vigentes antes do período de isolamento social.

## Boxe – Consumo por quartil de renda durante a pandemia

- Dinâmica do consumo, considerando gastos com cartão de crédito à vista e pagamento de boletos:
  - O consumo do grupo de renda mais baixa (Q1) teve queda menor até abril, mês de ocorrência do valor mínimo das séries, e recuperação mais rápida em seguida;
  - Para indivíduos pertencentes ao quartil de renda mais alta (Q4), há evidências de que a queda no consumo está correlacionada com a severidade local da pandemia.

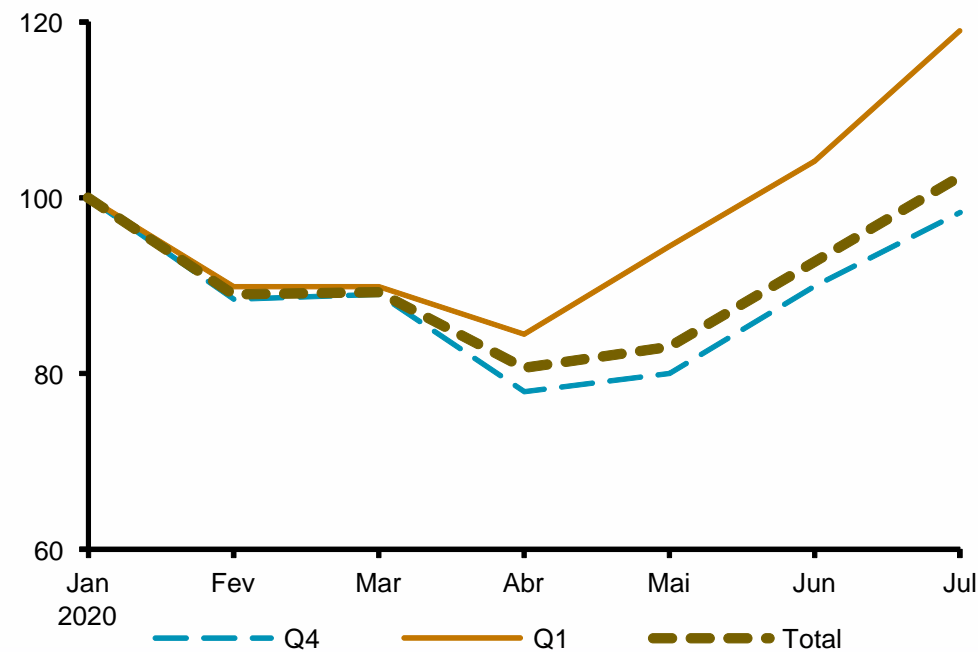
**Gastos com cartão de crédito à vista em 2020**

Jan/2020 = 100



**Gastos com boleto em 2020**

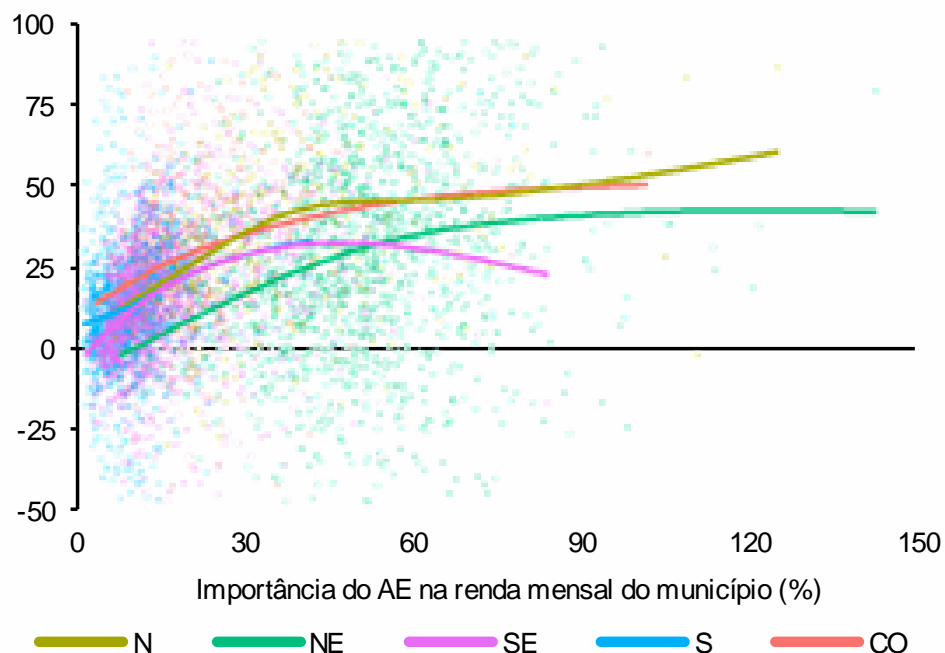
Jan/2020 = 100



# Boxe – Auxílio emergencial e compras com cartão de débito

## Compras e auxílio emergencial

Var. % compras com cartão de débito (abr-jul sobre jan-fev)



- Estima o **impacto do auxílio emergencial sobre o consumo** – medido a partir das compras com cartão de débito.
- **Relação positiva entre a variação nas compras e a importância do auxílio emergencial** em cada município em todas as regiões.
- Modelos relacionando as compras com a importância do auxílio emergencial, renda per capita, população e óbitos no município no período abril–julho.
- **A média dos coeficientes do auxílio emergencial nos modelos é de 0,83, o que sugere que uma pequena parcela do auxílio emergencial foi destinada à poupança.**

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

## Tabela – Saldo de crédito

	2019	2020 Julho	Var.% em 12 meses		
			2020 RI Jun <sup>1/</sup>	2020 RI Set <sup>1/</sup>	2021 RI Set <sup>1/</sup>
<b>Total</b>	<b>6,5</b>	<b>11,3</b>	<b>7,6</b>	<b>11,5</b>	<b>7,3</b>
<b>Livres</b>	<b>14,1</b>	<b>16,1</b>	<b>10,6</b>	<b>12,5</b>	<b>9,0</b>
PF	16,6	8,3	6,5	6,5	10,0
PJ	11,1	26,1	15,6	20,0	8,0
<b>Direcionados</b>	<b>-2,4</b>	<b>5,1</b>	<b>3,5</b>	<b>10,1</b>	<b>4,7</b>
PF	6,6	8,8	5,0	9,5	7,7
PJ	-14,0	-0,3	1,0	11,0	0,0
<b>Total PF</b>	<b>11,9</b>	<b>8,5</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,0</b>
<b>Total PJ</b>	<b>-0,1</b>	<b>15,0</b>	<b>10,0</b>	<b>16,5</b>	<b>5,1</b>

1/ Projeção.

### 2020

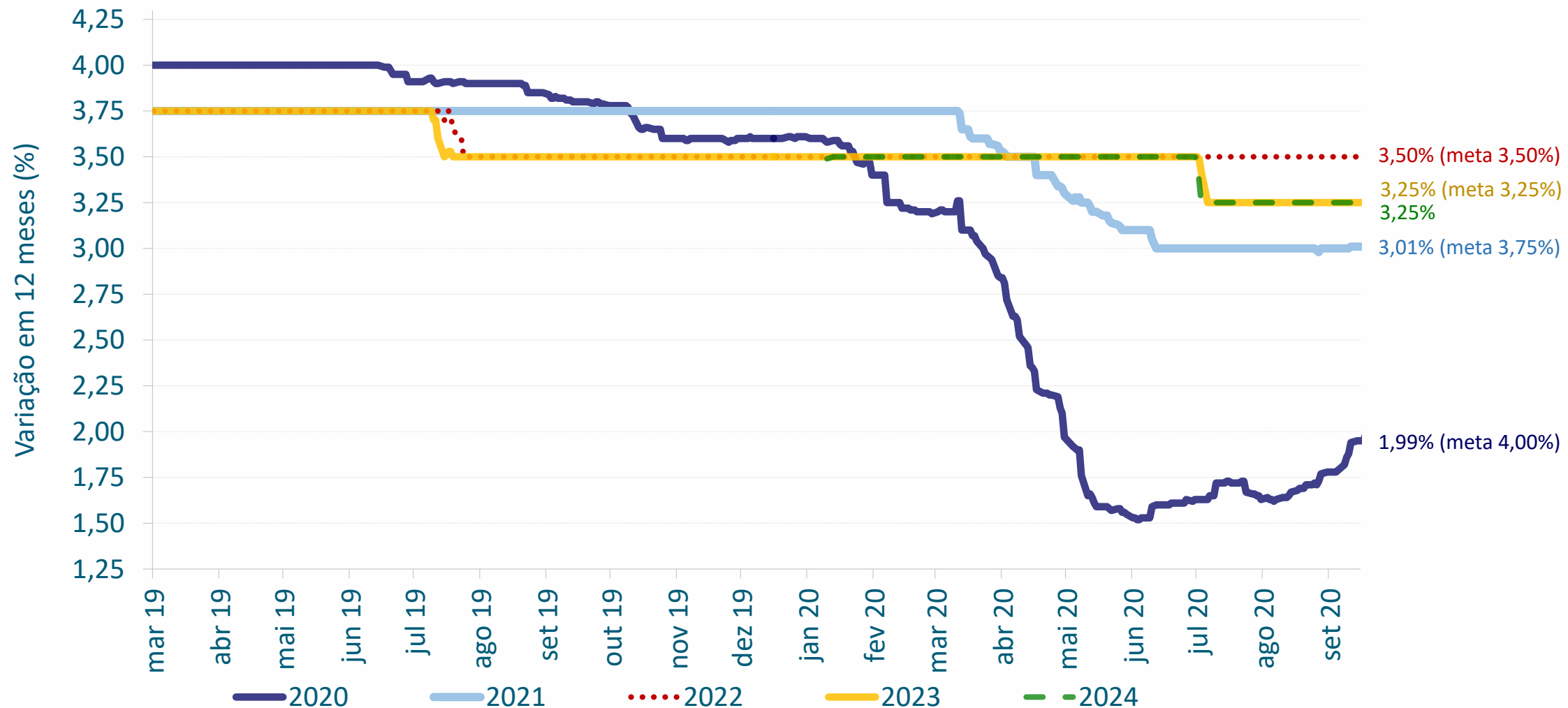
- Projeção de crescimento de 11,5% do saldo de crédito (ante 7,6% no RI de junho de 2020).
- Projeção incorpora a demanda acentuada de crédito das empresas, que vem sendo atendida tanto pela expansão do crédito livre como pelo crédito direcionado. No segundo caso, há forte participação dos programas de crédito do governo.
- Em relação às pessoas físicas, houve revisão da projeção para o segmento de crédito direcionado, em função das repactuações e do crescimento das concessões do crédito imobiliário.

### 2021

- Projeção de crescimento do saldo de crédito de 7,3%.
- Espera-se a retomada do crédito às pessoas físicas e desaceleração do crédito bancário às empresas.

### iii. Inflação

# Evolução das expectativas Focus para o IPCA 2020-2024



Fonte: BCB (Focus)

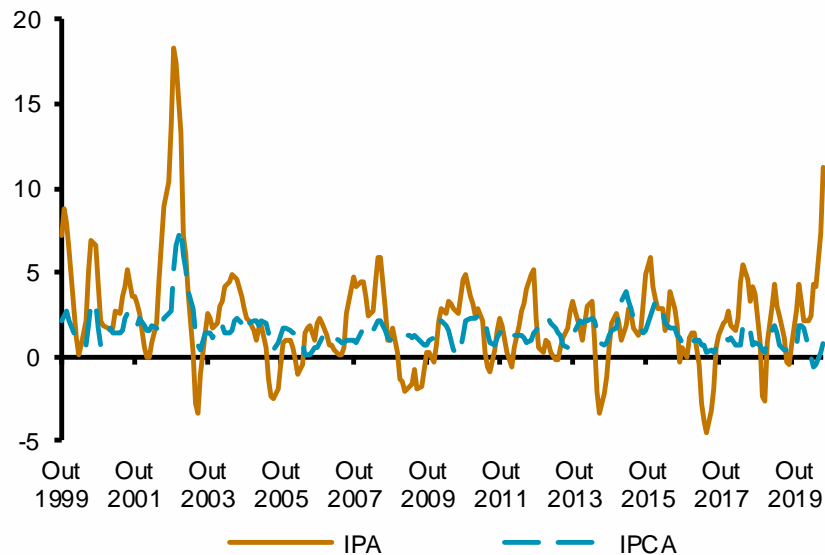
Focus: expectativas até 18/set

## Boxe – Dinâmica recente do IPA e relação com o IPCA

- Exercício compara componentes semelhantes no IPA e IPCA.
- Descolamento recente entre preços ao produtor e IPCA em parte explicado pela diferença de composição.
- Parte importante decorre do comportamento dos preços de combustíveis, com repasse incompleto. Ainda assim, pode haver defasagem de repasse em alguns itens.

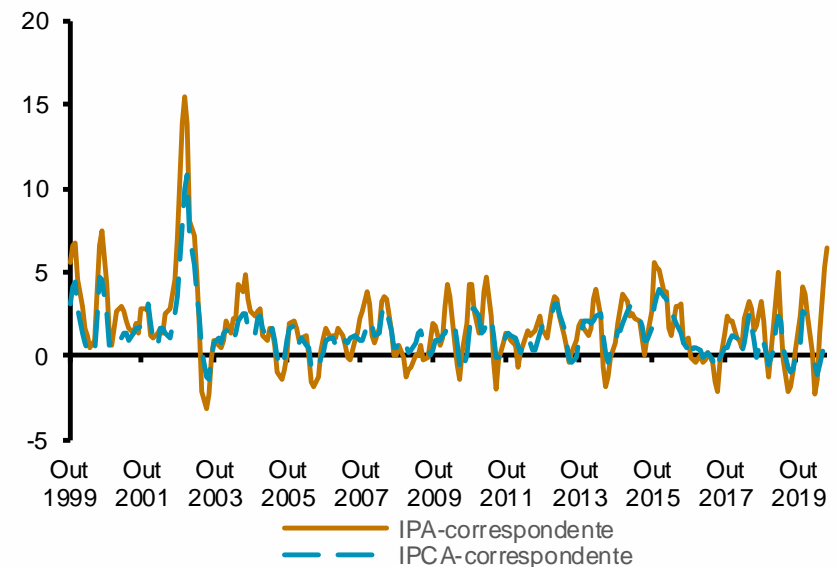
**IPCA e IPA-DI**

Var. % em 3 meses



**IPCA e IPA-DI correspondentes**

Var. % em 3 meses



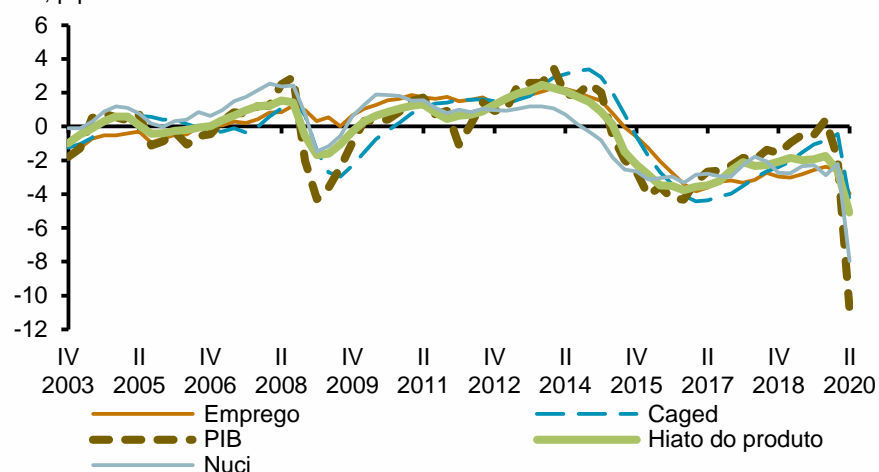
# Boxe – Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana

- Estrutura semelhante ao modelo atual, mas com alterações importantes, com destaque para:
  - Estimação endógena de variáveis não-observáveis como **hiato do produto e taxa de juros real neutra**;
  - Cálculo do hiato do produto incorpora informação de **quatro variáveis de atividade econômica**, além de **condicioná-lo à sua relação com a inflação de preços livres**;
  - Representação endógena das **expectativas de inflação**;
  - Estimação de equação de UIP, onde a **taxa de câmbio** reage a diferentes cenários de diferencial de juros.

## Hiato do Produto

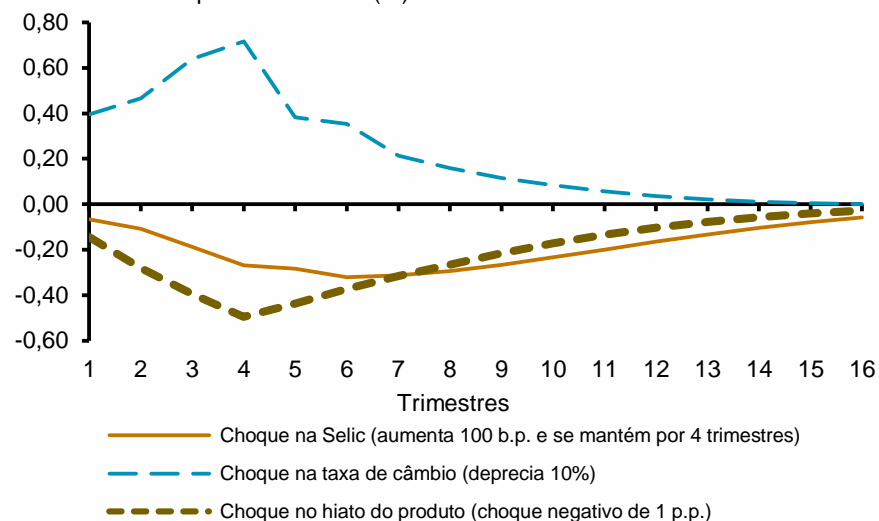
Hiato e variáveis observadas de atividade

%, p.p.



## Resposta da inflação a choques na Selic, taxa de câmbio e hiato do produto:

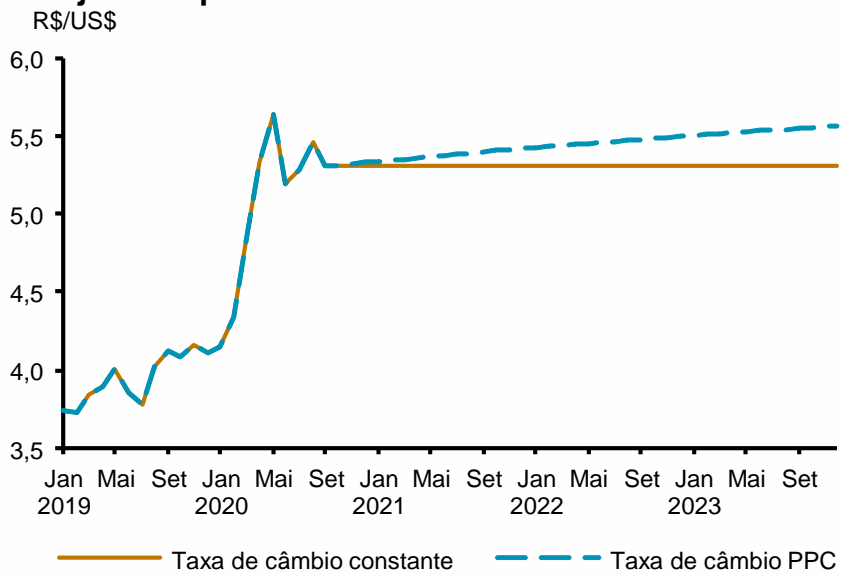
Acumulada em quatro trimestres (%)



## Boxe – Condicionantes de câmbio nas projeções do BCB e a paridade do poder de compra

- O Copom passará a adotar cenário de projeções de inflação no qual a taxa de câmbio evolui segundo a teoria da paridade do poder de compra (PPC), em substituição aos cenários de trajetória de câmbio constante.
- Segundo a PPC, na sua versão em diferenças, a variação da taxa de câmbio deve ser dada pela diferença entre as inflações doméstica e externa. 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, esta última considerada como de 2% ao ano.
- O novo cenário é um aprimoramento na elaboração de projeções:
  - ✓ Aumenta a coerência entre as projeções e as condições teóricas de longo prazo empregadas na modelagem;
  - ✓ Evita potencial subestimação das projeções de inflação para horizontes mais longos.

Trajetórias para a taxa de câmbio



## Boxe – Condicionantes de câmbio nas projeções do BCB e a paridade do poder de compra

- A partir do RI dez/2020, 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:
  - ✓ Aumentará a efetividade de sua comunicação com a sociedade, tornando-a mais clara e relevante, evitando assim sobrecarregar os documentos com comparação mecânica de cenários;
  - ✓ Procedimento é usual na experiência internacional e permitirá aprofundar o foco na análise econômica das projeções, tornando o documento mais simples e efetivo.

## iv. Projeções condicionais

# Revisões de curto prazo

## IPCA – Surpresa inflacionária

	2020					Variação %
	Jun	Jul	Ago	No trim.	12 meses até ago.	
Cenário do Copom <sup>1/</sup>	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.

# Projeções condicionais para a inflação

## Projeções centrais de inflação em diferentes 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	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 (%).

# Perspectivas para a inflação

Relatório Trimestral de Inflação

Fabio Kanczuk

Setembro de 2020

# Condução da Política Monetária

# Condução da Política Monetária – 1

- Em sua 233ª Reunião (15 e 16 de setembro), 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 o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 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 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.
- Conseqüentemente, 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.

## Condução da Política Monetária – 4

- 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.