

ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 22 | Número 2 | Junho 2020

Relatório de Inflação

Volume 22 | Número 2 | Junho 2020

ISSN 1517-6576
CNPJ 00.038.166/0001-05

Relatório de Inflação

Publicação trimestral do Comitê de Política Monetária (Copom), em conformidade com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

Os textos, os quadros estatísticos e os gráficos são de responsabilidade dos componentes nomeados a seguir:

- **Departamento Econômico (Depec)**
(E-mail: depec@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bcb.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 22, nº 2.

Convenções estatísticas

- ... dados desconhecidos.
- dados nulos ou indicação de que a rubrica assinalada é inexistente.
- 0 ou 0,0 menor que a metade do último algarismo, à direita, assinalado.
- * dados preliminares.

O hífen (-) entre anos (1970-1975) indica o total de anos, incluindo-se o primeiro e o último.

A barra (/) entre anos (1970/1975) indica a média anual dos anos assinalados, incluindo-se o primeiro e o último, ou, se especificado no texto, o ano-safra ou o ano-convênio.

Eventuais divergências entre dados e totais ou variações percentuais são provenientes de arredondamento.

Não é citada a fonte dos quadros e dos gráficos de autoria exclusiva do Banco Central do Brasil.

Atendimento ao Cidadão

Banco Central do Brasil
SBS – Quadra 3 – Bloco B – Edifício-Sede – 2º subsolo
70074-900 Brasília – DF
Telefone: 145 (custo de ligação local)
Internet: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/faleconosco>>

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

Missão e objetivos

O Banco Central do Brasil (BCB) tem como missão assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda e um sistema financeiro sólido e eficiente. O cumprimento da missão de assegurar a estabilidade de preços se dá por meio do regime de metas para a inflação, definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

A experiência, tanto doméstica quanto internacional, mostra que a melhor contribuição da política monetária para que haja crescimento econômico sustentável, desemprego baixo e melhora nas condições de vida da população é manter a taxa de inflação baixa, estável e previsível.

A literatura econômica indica que taxas de inflação elevadas e voláteis geram distorções que levam a aumento dos riscos e impactam negativamente os investimentos. Essas distorções encurtam os horizontes de planejamento das famílias, empresas e governos e deterioram a confiança de empresários. Taxas de inflação elevadas subtraem o poder de compra de salários e de transferências, com repercussões negativas sobre a confiança e o consumo das famílias. Além disso, produzem dispersão ineficiente de preços e diminuem o valor informacional que os mesmos têm para a eficiente alocação de recursos na economia.

Inflação alta e volátil tem, ainda, efeitos redistributivos de caráter regressivo. As camadas menos favorecidas da população, que geralmente têm acesso mais restrito a instrumentos que as protejam da perda do poder de compra da moeda, são as mais beneficiadas com a estabilidade de preços.

Em resumo, taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, afetam a geração de empregos e de renda, e pioram a distribuição de renda.

Implementação

A política monetária tem impacto sobre a economia com defasagens longas, variáveis e incertas, usualmente estimadas em até dois anos. Devido à substancial incerteza associada a projeções de inflação no horizonte relevante para a condução da política monetária, em grande medida decorrente da incidência natural de choques favoráveis e desfavoráveis na economia ao longo do tempo, é de se esperar que, mesmo sob condução apropriada da política monetária, a inflação realizada oscile em torno da meta. O Copom deve procurar conduzir a política monetária de modo que suas projeções de

inflação apontem inflação convergindo para a meta. Dessa forma, é natural que a política monetária seja realizada olhando para o futuro.

O arcabouço de metas para a inflação no Brasil é flexível. O horizonte que o BCB vê como apropriado para o retorno da inflação à meta depende tanto da natureza dos choques que incidem sobre a economia quanto de sua persistência.

O BCB entende que uma comunicação clara e transparente é fundamental para que a política monetária atinja seus objetivos de maneira eficiente. Assim, regularmente o BCB publica avaliações sobre os fatores econômicos que determinam a trajetória da inflação, além de riscos potenciais a essa trajetória. Os Comunicados e Atas do Copom, e o Relatório de Inflação são veículos fundamentais na comunicação dessas avaliações.

Relatório de Inflação

As projeções para a inflação são apresentadas em cenários com condicionantes para algumas variáveis econômicas. Tradicionalmente, os condicionantes referem-se às trajetórias da taxa de câmbio e da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ao longo do horizonte de projeção. Essas trajetórias normalmente são oriundas das expectativas coletadas pela pesquisa Focus, realizada pelo BCB com analistas independentes, ou consideram constantes os valores dessas variáveis. Os cenários apresentados envolvem uma combinação desses condicionantes. Cenários alternativos também podem ser apresentados. É importante ressaltar que esses cenários são alguns dos instrumentos quantitativos que servem para orientar as decisões de política monetária do Copom, e que seus condicionantes não constituem e nem devem ser vistos como previsões do Comitê sobre o comportamento futuro dessas variáveis.

As projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza associado às mesmas. As previsões de inflação dependem não apenas dos condicionamentos feitos para as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas. O Copom utiliza um conjunto amplo de modelos e cenários, com condicionantes a eles associados, para orientar suas decisões de política monetária. Ao expor alguns desses cenários, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

Sumário

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	7
Conjuntura econômica	11
1.1 Cenário externo	11
1.2 Conjuntura interna	17
Atividade econômica e mercado de trabalho	17
Crédito	23
Fiscal	26
Demanda externa e Balanço de pagamentos	27
1.2 Inflação e expectativas de mercado	29
Índices de preços	30
Índice de difusão e núcleos	32
Expectativas de mercado	33
Perspectivas para a inflação	73
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	74
2.2 Projeções condicionais	75
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	79
Boxes	
Indicadores para acompanhamento da conjuntura econômica doméstica durante a pandemia	35
Estimativa para dados “mensalizados” da PNAD Contínua	38
Revisão da projeção do PIB para 2020	41
Panorama do mercado de crédito	43
Revisão da projeção de crédito	51
Ciclos de ajuste nas contas externas	53
Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2020	57
Repasse dos preços internacionais para a gasolina	59
Perspectivas para as tarifas de energia elétrica em 2020 e 2021	63
Atualização do conjunto de núcleos de inflação comumente considerados pelo BCB para análise de conjuntura econômica	67
Cenários alternativos de projeção de inflação: impactos de choques de demanda e de oferta	83
Apêndice	87

Sumário executivo

A pandemia da Covid-19 tem produzido desaceleração significativa do crescimento da economia mundial, cuja magnitude e persistência ainda são incertas. As medidas, voluntárias ou mandatórias, de restrição à mobilidade da população adotadas para enfrentar a pandemia têm gerado reduções expressivas dos indicadores mais recentes da atividade econômica global e doméstica. Nesse contexto, apesar da provisão adicional de estímulos fiscal e monetário pelas principais economias e de alguma moderação na volatilidade dos ativos financeiros, o ambiente para as economias emergentes segue desafiador.

No âmbito doméstico, indicadores econômicos divulgados desde a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de maio (230ª reunião) corroboram o cenário de impacto significativo da pandemia da Covid-19 sobre a economia brasileira desde meados de março. Dados de frequências diária e semanal sugerem que a atividade atingiu o menor patamar em abril, havendo recuperação apenas parcial em maio e junho.

O Produto Interno Bruto (PIB) recuou no primeiro trimestre de 2020, repercutindo os primeiros impactos da pandemia da Covid-19 na economia brasileira. Essa retração foi a maior desde 2015 e interrompeu a tendência de crescimento gradual. Indicadores recentes sugerem que a contração da atividade econômica no segundo trimestre será ainda maior. Esses movimentos mais pronunciados motivaram revisão da projeção para o PIB em 2020, de estabilidade no Relatório de Inflação de março para retração de 6,4%, ressaltando-se que o nível de incerteza sobre o ritmo de recuperação da economia ao longo do segundo semestre deste ano permanece acima da usual.

Diversas medidas de inflação subjacente se encontram abaixo dos níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária. No curto prazo, a inflação tende a mostrar elevação, influenciada pelos movimentos recentes de impactos da reversão do comportamento

dos preços internacionais de petróleo e pelos efeitos da postergação de reajustes de preços de itens administrados que usualmente ocorreriam ao longo do segundo trimestre do ano.

As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 1,6%, 3,0% e 3,5%, respectivamente.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário híbrido, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante a R\$4,95/US\$, as projeções do Copom situam-se em torno de 2,0% para 2020 e 3,2% para 2021. Esse cenário supõe trajetória de juros que encerra 2020 em 2,25% a.a. e se eleva até 3,00% a.a. em 2021. No cenário com taxa de juros constante a 3,00% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$4,95/US\$, as projeções situam-se em torno de 1,9% para 2020 e 3,0% para 2021.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom realizada em 16 e 17.6.2020 (231ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo Banco Central do Brasil, a data de corte é 12.6.2020, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (231ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa básica de juros em 0,75 ponto percentual, para 2,25% 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.

Na ocasião, o Copom comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, o nível de ociosidade pode produzir trajetória de inflação abaixo do esperado. Esse risco se intensifica caso a pandemia se prolongue e provoque aumentos de incerteza e de poupança precaucional e, conseqüentemente, uma redução da demanda agregada com magnitude ou duração ainda maiores do que as estimadas. Por outro lado, políticas fiscais de resposta à pandemia que piorem a trajetória fiscal do país de forma prolongada, ou frustrações em relação à continuidade das reformas, podem elevar os prêmios de risco. Adicionalmente, os diversos programas de

estímulo creditício e de recomposição de renda, implementados no combate à pandemia, podem fazer com que a redução da demanda agregada seja menor do que a estimada, adicionando uma assimetria no balanço de riscos. Esse conjunto de fatores implica, potencialmente, uma trajetória para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

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.

O Copom entende que, neste momento, a conjuntura econômica prescreve estímulo monetário extraordinariamente elevado, mas reconhece que o espaço remanescente para a utilização de política monetária é incerto e deve ser pequeno. O Comitê avalia que a trajetória fiscal ao longo do próximo ano, assim como a percepção sobre sua sustentabilidade, serão decisivas para determinar o prolongamento do estímulo.

Neste momento, o Comitê considera que a magnitude do estímulo monetário já implementado parece compatível com os impactos econômicos da pandemia da Covid-19. Para as próximas reuniões, o Comitê vê como apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no grau de estímulo monetário será residual. No entanto, o Copom segue atento a revisões do cenário econômico e de expectativas de inflação para o horizonte relevante de política monetária. O Comitê reconhece que, em vista do cenário básico e do seu balanço de riscos, novas informações sobre a evolução da pandemia, assim como uma diminuição das incertezas no âmbito fiscal, serão essenciais para definir seus próximos passos.

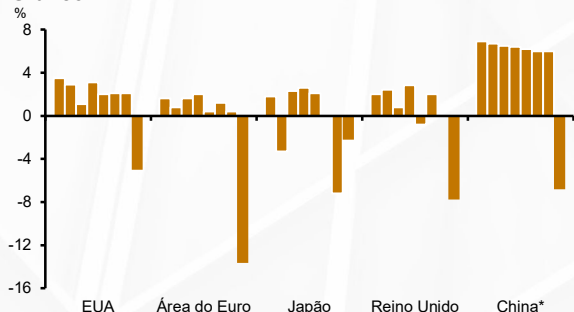
Este capítulo do Relatório de Inflação analisa a evolução recente da conjuntura econômica, considerando o cenário internacional e doméstico, bem como as perspectivas para a economia do país nos próximos trimestres. A avaliação do cenário internacional aborda as principais economias avançadas e emergentes, com ênfase em aspectos que tendem a exercer influências sobre a economia brasileira, em especial, os indicadores de inflação e de atividade.

A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado de trabalho, à evolução do mercado de crédito, aos desempenhos das contas públicas e das contas externas do país. A seção final do capítulo analisa o comportamento da inflação e das expectativas de mercado, considerando as trajetórias dos principais indicadores de preços.

1.1 Cenário externo

A pandemia da Covid-19 tem produzido consequências econômicas severas e disseminadas na economia global, sem precedentes no período do pós-guerra. As medidas, voluntárias ou mandatárias, de restrição à mobilidade da população, adotadas para frear o ritmo de disseminação da doença, trouxeram redução pronunciada e súbita da demanda agregada. A descontinuidade de atividades, a suspensão de postos de trabalho e a incerteza quanto à própria evolução da pandemia provocaram disrupções nas cadeias globais de comércio, retrações expressivas no consumo de bens e serviços e declínio na confiança de consumidores e investidores em todo o mundo. O setor de serviços, que participa com grande parcela do PIB dos países, foi particularmente atingido em atividades relacionadas a transportes,

Gráfico 1.1 – PIB^{1/}



1/ Var% T/T-1. Taxas anualizadas, c/ajuste sazonal. Último: 1º tri/2020.

* China: Var% T/T-4

Fonte: Bloomberg

turismo, entretenimento e lazer. Indicadores de alta frequência revelam que várias economias, especialmente as avançadas, tiveram o pior impacto econômico da pandemia no mês de abril, caminhando para o reestabelecimento gradual e ainda controlado das atividades. O processo de normalização ainda está encoberto por incertezas e sujeito a descontinuidades na recuperação econômica, uma vez que ainda existem riscos de outras ondas de contaminação.

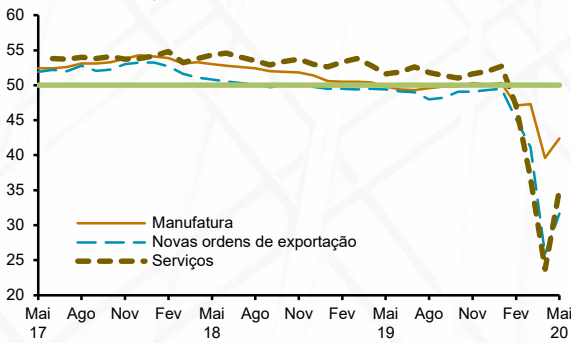
As respostas de política econômica nos países afetados pela pandemia foram tempestivas, de magnitudes extraordinárias e amplo escopo. Inicialmente as ações buscaram oferecer condições apropriadas de liquidez aos mercados, de forma a garantir o provimento de crédito para que as empresas tivessem condições de suportar a interrupção de seus fluxos de caixa. Com a percepção de que as disrupções nos mercados de trabalho seriam graves, as políticas voltaram-se também a ações com o propósito de recompor a renda do trabalhador ou manter empregos, implementando-se políticas monetárias convencionais e não-convencionais, pacotes fiscais e novas diretrizes macro e microprudenciais, tanto em economias avançadas quanto em emergentes. Algumas medidas têm focado em setores específicos fortemente impactados pela pandemia, mitigando danos potencialmente mais severos ao sistema econômico, aos empregos e às condições de solvência das firmas.

Os principais bancos centrais têm atuado em alta frequência para oferecer soluções imediatas e compatíveis com a gravidade do cenário para a atividade e para a inflação, mas dentro das possibilidades de seus mandatos. O *Federal Reserve* (Fed) reduziu para praticamente zero a taxa de juros dos *Fed Funds* em março, retomou programas de compras de ativos públicos e privados em ritmo sem precedentes, estabeleceu novos programas de compras de ativos privados com volumes substanciais, e anunciou linhas amplas de liquidez em USD nos mercados internacionais. Os programas de crédito emergencial do Fed têm buscado direcionar recursos para as empresas mais atingidas pela pandemia, com especial atenção às pequenas e médias empresas, usando garantias oferecidas pelo Tesouro americano, em uma atuação coordenada. O Banco Central Europeu e o Banco da Inglaterra ampliaram seus programas de compras de ativos em volume e duração para aumentar o grau de acomodação monetária, além de criarem programas com foco em regularizar as condições do mercado de crédito às empresas e aos governos dos países

mais afetados. Os governos têm também aprovado medidas fiscais emergenciais adicionais de suporte a famílias, empresas e países. A deterioração fiscal resultante dessas medidas tem justificado o anúncio de prazos de vigência dos programas circunscritos à duração da pandemia.

Gráfico 1.2 – Global PMI

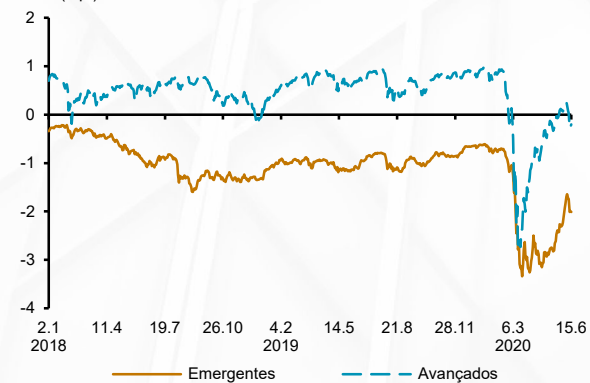
Índice de difusão, equilíbrio = 50



Bancos centrais em economias emergentes também responderam decisivamente à deterioração econômica provocada pela pandemia, usando o espaço da política de juros e medidas não convencionais para mitigar o aumento do custo do crédito e reestabelecer condições adequadas de liquidez. Os bancos centrais de emergentes também ofereceram linhas de liquidez em moeda local e estrangeira, além de terem firmado acordos de *swaps* de moedas com outros bancos centrais, com o objetivo de manter o funcionamento regular dos mercados durante o estresse financeiro. Ao mesmo tempo, programas emergenciais foram introduzidos para garantir a provisão de crédito direcionado aos setores mais atingidos pela pandemia, notadamente as pequenas e médias empresas.

Gráfico 1.3 – Apetite ao Risco

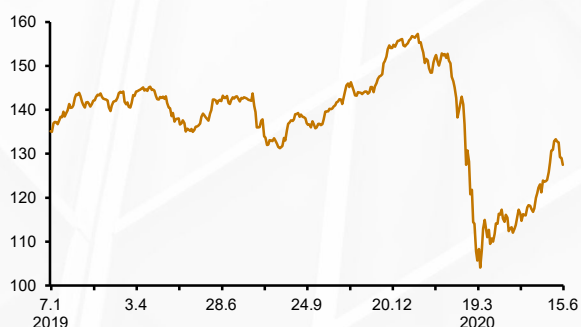
Desvio (d.p.)



As economias emergentes tiveram seus desafios amplificados durante o momento mais agudo da pandemia. No segundo trimestre, não obstante as respostas rápidas e substanciais implementadas para lidar com os efeitos severos da pandemia, essas economias enfrentaram choques adversos de preços de ativos, com queda substancial nos preços de commodities, aperto das condições financeiras globais e redução do apetite ao risco. Após movimentos significativos de saída de capitais durante as semanas mais críticas de estresse financeiro, o apetite ao risco de emergentes passou a recuperar-se recentemente, acompanhando, em menor ritmo, o retorno já observado no apetite ao risco de avançados.

Gráfico 1.4 – Índice de fluxos de capitais para EMEs*

1.7.2005 = 100



As divulgações recentes referentes ao primeiro trimestre de 2020 mostraram impactos iniciais da pandemia no mês de março sobre a atividade econômica das principais economias. Indicadores mensais sugerem que, embora o pico da pandemia já tenha ocorrido nesses países, as divulgações do segundo trimestre devem trazer quedas extraordinárias nos números de atividade das economias centrais, com alguma recuperação na China, que iniciou seu processo de reabertura gradual a partir de abril.

Nos Estados Unidos (EUA), o PIB do primeiro trimestre de 2020 contraiu 5,0% (taxa trimestral

anualizada), liderado pela queda significativa do consumo, especialmente de bens duráveis e serviços. Indicadores de alta frequência apontam para o fechamento de estabelecimentos comerciais, a interrupção do fornecimento de serviços e o distanciamento social, com drástica redução da mobilidade urbana, como sendo fatores determinantes para a queda observada no consumo. Os investimentos tiveram desempenho negativo, porém em menor escala do que o consumo, uma vez que as decisões de investimento são tomadas com alguma defasagem em relação à sua implementação. O setor externo teve contribuição moderadamente positiva para o PIB, influenciado pela queda mais acentuada das importações do que das exportações. Dados parciais e indicadores antecedentes sugerem que a contração nos componentes do PIB será mais expressiva no segundo trimestre. Em maio, a contratação líquida de mais de 2,5 milhões de trabalhadores e o movimento de melhora dos níveis do Índice Gerente de Compras (PMI) sinaliza que o pior momento do impacto da pandemia pode ter sido o mês de abril. Não obstante, a severidade dos impactos econômicos da pandemia ainda prescreve manutenção dos estímulos monetários e fiscais à atividade e ao emprego. Os preços ao consumidor, cuja dinâmica já estava abaixo do objetivo de 2% (deflator dos gastos com consumo – PCE) antes da pandemia, têm apresentado deflação em alguns componentes nos meses de abril e de maio, como resultado do choque negativo de demanda e das medidas de restrição ao comércio. As expectativas para o final de 2020 são de estabilidade dos preços, sem evidências de pressões inflacionárias, com a inflação afastando-se ainda mais do objetivo de política monetária.

Na Área do Euro, a atividade apresentou contração de 3,6% (taxa trimestral) no primeiro trimestre de 2020. A leitura reflete efeitos parciais da crise da Covid-19, que atingiu fortemente a economia da região a partir de março. O mês de abril configurou-se como auge das medidas restritivas de mobilidade urbana e distanciamento social, sendo esperada forte contração no segundo trimestre (-13% na taxa trimestral, segundo expectativas recém divulgadas pelo Banco Central Europeu). Na dimensão espacial, observam-se impactos heterogêneos na região, com quedas mais pronunciadas proporcionais à severidade das medidas restritivas (por exemplo, Espanha, França, e Itália implementaram *lockdowns* mais severos, enquanto outros países permitiram a operação de determinados setores; por exemplo, o setor de construção não paralisou atividades na

Alemanha e Holanda). A reabertura controlada a partir de maio sugere um ritmo gradual e escalonado em fases de normalização, com expectativas de crescimento da atividade a partir do terceiro trimestre. As incertezas sobre o controle da epidemia em outras regiões e possíveis focos de segunda onda podem constranger a recuperação da região, que possui grande abertura comercial e exposição às cadeias globais de produção.

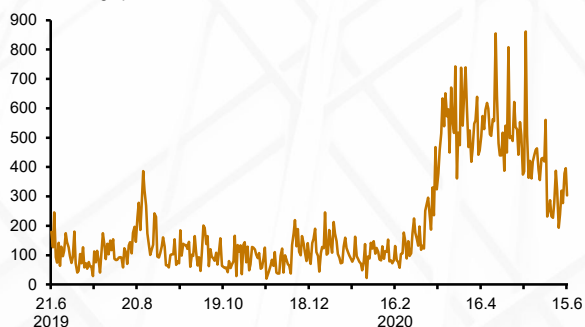
A economia japonesa contraiu 2,2% no primeiro trimestre (taxa trimestral anualizada e dessazonalizada). A leitura negativa soma-se à contração que o Japão observou no quarto trimestre de 2019 provocada pelo aumento do imposto sobre o consumo (*shohizei*). Indicadores recentes para os meses de abril e maio não evidenciam recuperação. Dados recentes apontam para nova queda da atividade no segundo trimestre. Em se concretizando, esse será o pior momento para o crescimento da atividade japonesa desde o fim da segunda guerra mundial. O governo e o Banco do Japão adotaram medidas significativas de liquidez e crédito à economia que podem alcançar o equivalente a 40% do PIB.

Na China, a atividade apresentou contração de 6,8% no primeiro trimestre de 2020, a menor taxa desde o início da série histórica há 27 anos. A queda está associada diretamente às severas medidas de isolamento social e restrição de atividades econômicas adotadas para a contenção da pandemia da Covid-19 desde o final de janeiro, com flexibilização a partir da segunda quinzena de março. As contas nacionais trimestrais revelam que os setores de construção, transportes e serviços de hospedagem e de alimentação foram especialmente atingidos pela pandemia, enquanto atividades como intermediação financeira e comunicação mantiveram taxas positivas de crescimento. Indicadores do segundo trimestre mostram reação da atividade chinesa após o levantamento das restrições, como na produção industrial, vendas no varejo, investimento em ativos fixos e na taxa de desemprego, todos com avanços positivos em relação ao início do ano. O governo central chinês divulgou sua programação econômica para 2020, contendo expansão fiscal significativa, financiada principalmente pela ampliação das cotas de emissão de títulos públicos. Ao mesmo tempo, o governo se absteve, pela primeira vez, de divulgar uma meta explícita para o crescimento econômico anual, ainda que mantendo metas para o emprego. A política monetária chinesa também se ajustou para dirimir riscos no sistema financeiro, com injeção de

liquidez e incentivos para sustentar a concessão de crédito para empresas de pequeno e de médio portes. Os riscos para a recuperação chinesa estão centrados no controle da pandemia e na possibilidade de uma segunda onda de infecções, nos *spillovers* comerciais e financeiros de outras regiões em estágios anteriores da pandemia, e principalmente no recrudescimento das tensões comerciais com os Estados Unidos.

Gráfico 1.5 – Índice de Incerteza*

Média de longo prazo = 100



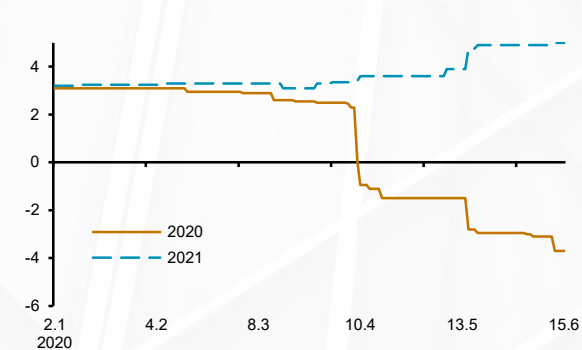
Fonte: Bloomberg

*Baker-Bloom-Davis US Economic Policy Uncertainty Index.

As experiências de retorno das atividades na Ásia, Europa e Estados Unidos têm revelado estratégias locais diferentes no levantamento das restrições e geralmente estão condicionadas a parâmetros de evolução e controle da pandemia. Os sinais iniciais de recuperação da atividade econômica são incipientes e diferentes entre países e entre regiões de um mesmo país durante a fase de reabertura. A sustentação de um ritmo de recuperação depende de fatores sanitários e econômicos, que carregam ainda incertezas significativas no horizonte relevante: (i) controle da pandemia durante o processo de reabertura; (ii) efetividade das medidas de suporte para garantir solvência de firmas e consumidores; (iii) capacidade de readaptação das atividades para atender às novas diretrizes sanitárias vigentes, recuperar a produtividade, replanejar fatores de produção e operar com excesso de incerteza sobre condições de demanda; (iv) perspectivas para o desenvolvimento e aplicação de vacina em larga escala e evolução da medicina nas opções de tratamento da doença; (iv) persistência do comportamento precaucional de consumidores; e (iv) levantamento das restrições globais para o fluxo de pessoas e reestabelecimento das cadeias globais de produção.

Gráfico 1.6 – Expectativas de crescimento do PIB mundial

Mediana



Fonte: Bloomberg

Em síntese, o cenário externo continua complexo e apresenta nível extraordinário de incerteza, tanto para as economias avançadas quanto para as emergentes. Os efeitos da pandemia da Covid-19 devem mostrar queda sincronizada e disseminada na atividade dos países no segundo trimestre, configurando o pior semestre para a atividade global na história recente. O controle da pandemia em algumas regiões tem permitido a flexibilização das medidas restritivas e a retomada gradual das atividades, colocando a recuperação disseminada, porém gradual, como cenário central para a atividade a partir do terceiro trimestre. Incertezas quanto a uma segunda onda e possíveis efeitos persistentes sobre o produto potencial das economias são riscos importantes. Por outro lado, as medidas de política econômica adotadas podem revelar efeitos catalizadores de um processo de recuperação sustentada nos próximos

meses. Nesse contexto, o cenário externo para países emergentes continua apresentando probabilidade ainda elevada de episódios de volatilidade de preços de ativos e de retração do apetite ao risco enquanto prevalecerem condições excepcionais de incerteza.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica e mercado de trabalho

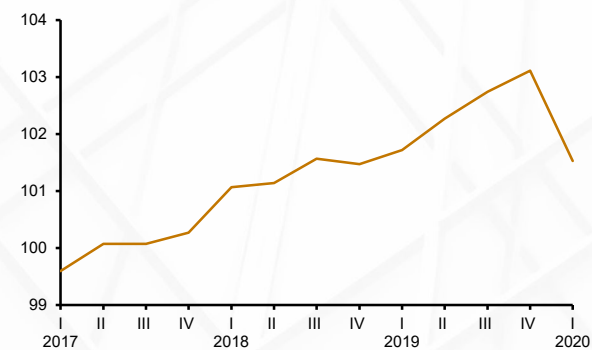
Indicadores de atividade econômica divulgados desde o último Copom corroboram o cenário de impacto significativo da pandemia da Covid-19 sobre a economia brasileira desde meados de março. Dados mais tempestivos sinalizam início da recuperação da atividade.¹

O PIB recuou 1,5% no primeiro trimestre de 2020, em relação ao trimestre anterior, segundo dados dessazonalizados das Contas Nacionais Trimestrais. O resultado repercutiu os primeiros impactos da pandemia da Covid-19 na economia brasileira, perceptíveis principalmente a partir da segunda quinzena de março, quando foram adotadas as medidas de distanciamento social em grande parte do país. Essa queda interrompeu a tendência de crescimento gradual da economia, observada desde 2017.

Sob a ótica da oferta, o resultado refletiu quedas no valor adicionado na indústria (-1,4%) e em serviços (-1,6%) e crescimento na agropecuária (0,6%). No setor industrial, a pandemia influenciou, principalmente, as retrações da atividade na indústria de transformação (-1,4%) e na construção (-2,4%). A indústria extrativa apresentou o maior recuo no período (-3,2%), em função da retração na produção de minério de ferro, movimento não relacionado com a pandemia². Nos serviços, o impacto da pandemia já pôde ser sentido nos recuos registrados nas atividades do comércio (-0,8%), transporte, armazenagem e correio (-2,4%) e em outros serviços (-4,6%), segmento que engloba atividades especialmente afetadas pelas restrições de mobilidade, como serviços de alimentação, hotelaria e serviços pessoais.

Gráfico 1.7 – PIB^{1/}

Média 2017 = 100



Fonte: IBGE

1/ Série com ajuste sazonal.

Tabela 1.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior

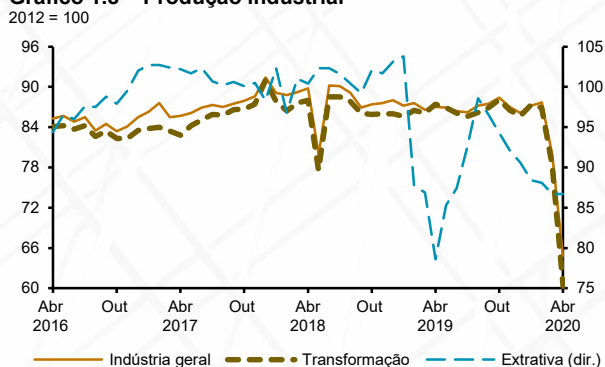
Dados dessazonalizados

Discriminação	Var %					
	2018		2019			2020
	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri
PIB a preços de mercado	-0,1	0,2	0,5	0,5	0,4	-1,5
Agropecuária	0,6	-1,0	0,8	1,2	-0,4	0,6
Indústria	-0,4	0,0	0,6	0,8	0,0	-1,4
Serviços	0,1	0,4	0,2	0,3	0,7	-1,6
Consumo das famílias	0,2	0,7	0,4	0,5	0,4	-2,0
Consumo do governo	-1,3	0,6	-0,3	-0,4	0,4	0,2
FBCF	-0,2	-1,6	2,5	1,7	-2,7	3,1
Exportação	1,7	-3,7	-2,3	-2,4	2,3	-0,9
Importação	-4,6	-0,5	1,5	2,5	-3,3	2,8

Fonte: IBGE

- 1/ Para uma descrição dos indicadores tempestivos utilizados pelo Banco Central, ver boxe “Indicadores para acompanhamento da conjuntura econômica doméstica durante a pandemia” neste Relatório.
- 2/ O recuo na produção de minério de ferro repercutiu chuvas excessivas, problemas operacionais em importantes minas e permanência nos três primeiros meses do ano da interrupção parcial da mina de Brucutu, iniciada em dezembro de 2019 por decisão judicial.

Gráfico 1.8 – Produção industrial^{1/}

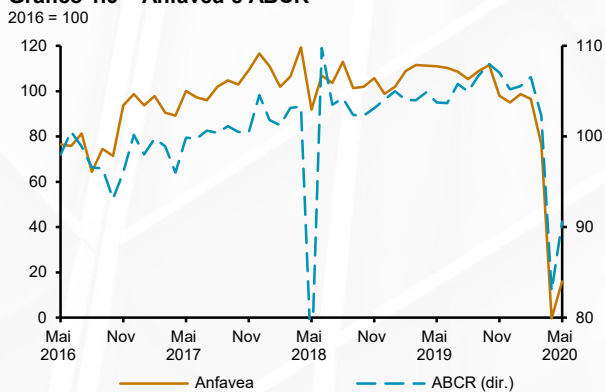


Do lado da demanda, a pandemia afetou significativamente o consumo das famílias, que recuou 2,0% no trimestre, maior retração trimestral desde a crise elétrica ocorrida no terceiro trimestre de 2001, quando diminuiu 3,1%. O recuo neste início do ano interrompeu sequência de doze trimestres de crescimento do consumo, período no qual acumulou alta de 7,2%. Por outro lado, a formação bruta de capital fixo (FBCF) avançou 3,1% no trimestre, influenciada pelo crescimento da importação de bens de capital destinados à indústria de petróleo e gás no período, enquanto o consumo do governo cresceu 0,2%. No âmbito do comércio exterior, as exportações recuaram 0,9% no período, enquanto as importações avançaram 2,8%, em parte pelo aumento da importação de bens de capital mencionado anteriormente.

A projeção para a variação do PIB em 2020 passou de estabilidade para retração de 6,4% desde o último Relatório de Inflação, refletindo essencialmente a disseminação da pandemia e a adoção de medidas de distanciamento social em território nacional não contempladas até a data de corte do Relatório de Inflação de março.

Segundo a Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a produção da indústria geral recuou 18,8% em abril, relativamente a março na série com ajuste sazonal, quando caíra 9,0% nessa mesma base de comparação. Essa trajetória de queda foi influenciada principalmente pela indústria de transformação, que decresceu 23,0% em abril, após ter recuado 9,9% em março. A produção da indústria extrativa permaneceu estável em abril, após variação de -1,6% em março, sugerindo não ter sido impactada, até então, pelos efeitos diretos da pandemia. O recuo da indústria geral em abril foi generalizado nas categorias de uso: bens intermediários (-14,8%), bens de consumo duráveis (-79,6%), bens semi e não duráveis (-12,4%) e bens de capital (-41,5%).

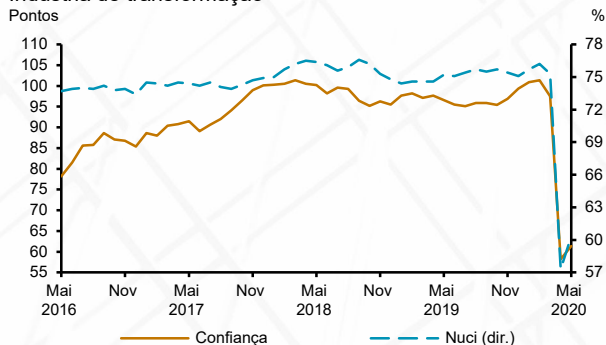
Gráfico 1.9 – Anfavea e ABCR



Indicadores mais tempestivos referentes à produção industrial sinalizam ligeira recuperação da atividade em maio, relativamente a abril. A produção de automóveis, divulgada pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), após praticamente parar em abril – recuo de -98,1% relativamente a março, na série com ajuste sazonal – apresentou ligeira recuperação em maio, mas ainda permanecendo em patamar bastante deprimido – 83,4% abaixo do nível registrado em fevereiro.

Gráfico 1.10 – Confiança e Nuci^{1/}

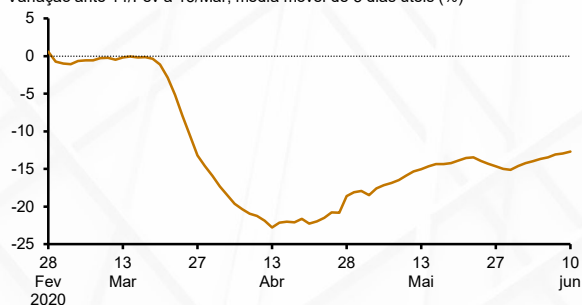
Indústria de transformação



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.11 – Consumo de energia elétrica na indústria de transformação (mercado livre)

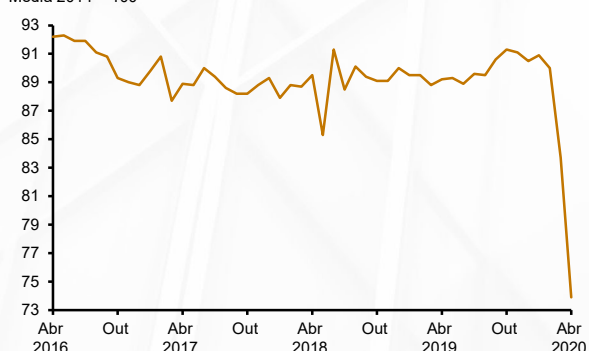
Variação ante 14/Fev a 13/Mar, média móvel de 5 dias úteis (%)



Fonte: Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE)

Gráfico 1.12 – Índice de volume de serviços^{1/}

Média 2014 = 100



Fonte: IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

Gráfico 1.13 – Índice de confiança de serviços^{1/}

Pontos



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

Além disso, o fluxo de veículos pesados em estradas com pedágio, medido pela Associação Brasileira das Concessionárias de Rodovias (ABCR), avançou 9,2% no mês, quando comparado a abril, na série livre de efeitos sazonais.

Indicadores qualitativos corroboram esse movimento, com leve melhora da percepção dos empresários da indústria de transformação em maio relativamente a abril. O Índice de Confiança da Indústria³ (ICI) avançou 3,2 pontos em maio, para 61,4 pontos, após cair 39,3 pontos em abril, atingindo o mínimo da série histórica (58,2 pontos). A devolução registrada em maio foi resultado de crescimento tanto no índice de expectativas (5,3 pontos) quanto no de situação atual (1,2 ponto). Da mesma forma, o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) atingiu 60,3% em maio, depois de cair 18,0 p.p. em abril, para 57,3%, o menor valor da série histórica.

Após alguma recuperação entre abril e início de maio, dados setoriais de consumo de energia elétrica da Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) e dados de vendas das indústrias oriundos das notas fiscais eletrônicas dos estados de São Paulo e do Rio Grande do Sul sugerem certo arrefecimento no ritmo de retomada da produção industrial a partir de meados de maio.⁴

Refletindo o distanciamento social, o volume de serviços, segundo a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE, mostrou retração de 11,7% em abril comparativamente a março, na série livre de influências sazonais – maior recuo mensal da série histórica –, depois de ter caído 7,0% em março. Os segmentos que registraram as maiores reduções foram serviços prestados às famílias (-44,1%), transportes, serviços auxiliares aos transportes e correios (-17,8%) e serviços profissionais, administrativos e complementares (-8,6%).

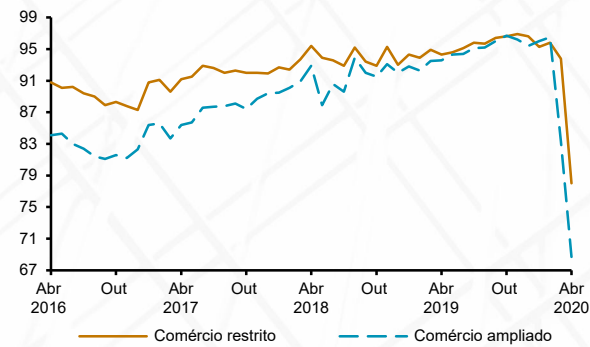
O Índice de Confiança de Serviços (ICS), assim como os índices de confiança de outros setores, também foi fortemente influenciado pelos efeitos da pandemia. Depois de experimentar os primeiros impactos negativos em março, o ICS recuou acentuadamente em abril, atingindo o menor patamar da série histórica iniciada em junho de 2008. Em maio, a confiança do setor recuperou-se parcialmente, apresentando alta de 9,4 pontos (dados com ajuste sazonal), reflexo

3/ Valores acima de 100 pontos indicam sentimento de otimismo.

4/ Ver box “Indicadores para acompanhamento da conjuntura econômica doméstica durante a pandemia” anteriormente mencionado para uma descrição mais detalhada desses indicadores.

Gráfico 1.14 – Índice de volume de vendas^{1/}

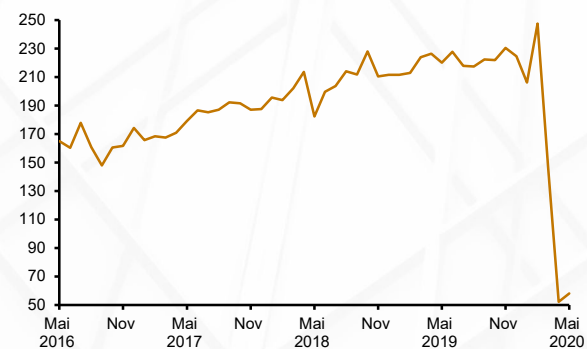
Média 2014 = 100



Fonte: IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

Gráfico 1.15 – Vendas de veículos^{1/}

Milhares

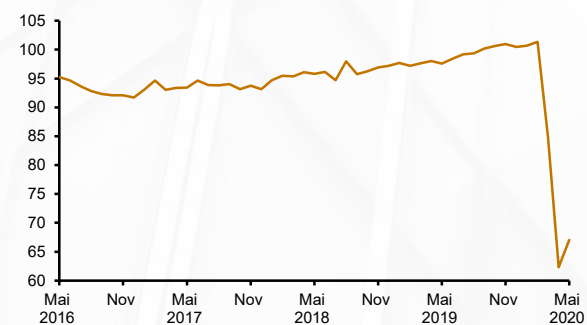


Fonte: Fenabrave
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.16 – Índice Cielo de Varejo Agregado^{1/}

ICVA

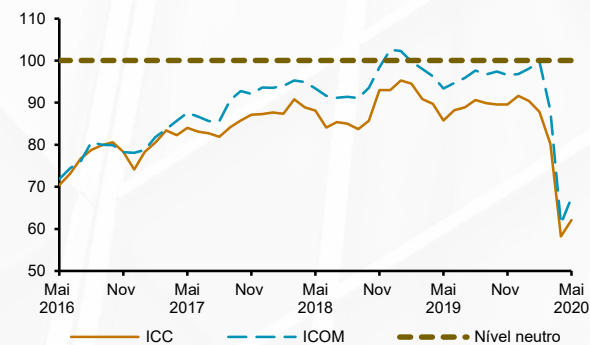
Média 2014=100



Fonte: Cielo
1/ Séries com ajuste sazonal.

Gráfico 1.17 – Índices de confiança^{1/}

Pontos



Fonte: FGV
1/ Séries com ajuste sazonal.

das elevações de 1,5 ponto no Índice de Situação Atual e, principalmente, de 17,4 pontos no Índice de Expectativas.

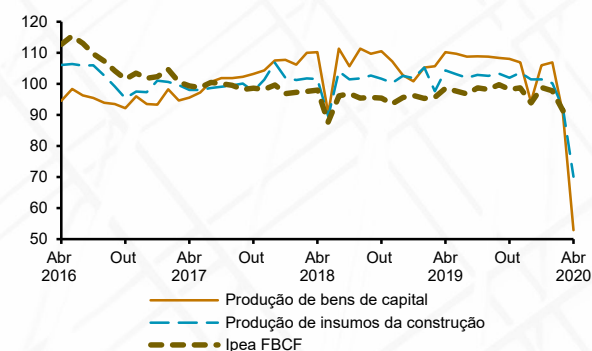
No âmbito da demanda, a pandemia da Covid-19 trouxe impactos distintos entre os segmentos do comércio. O volume de vendas do comércio ampliado, segundo dados dessazonalizados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, diminuiu 17,5% em abril comparativamente a março, quando recuara 13,7%. Todos os dez segmentos pesquisados apresentaram redução em abril, sobretudo aqueles que tiveram suas lojas físicas fechadas em várias cidades do país a partir da segunda quinzena do mês de março. Tecidos, vestuário e calçados (-60,6%), livros, jornais, revistas e papelaria (-43,4%) e veículos, motocicletas, partes e peças (-36,2%) registraram as maiores retrações no período. O segmento de hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo recuou 11,8%, segunda menor retração entre as atividades pesquisadas, em parte pela acomodação das vendas mais fortes ocorridas em março (alta de 14,2%). Ressalta-se a queda menos acentuada em materiais de construção (-1,9%), resultado em linha com alguns indicadores mais tempestivos de vendas. O volume de vendas do comércio restrito retraiu 16,8% em abril e 2,1% em março.

Indicadores coincidentes, que recuaram acentuadamente em março e abril, sugerem início de recuperação em maio, embora continuem em patamares muito deprimidos. Nesse sentido, o índice Cielo do Varejo Ampliado (ICVA) apontou elevação de 7,6% em maio, em relação a abril, quando havia retraído 26,3%, considerados dados dessazonalizados. Na mesma linha, as vendas de automóveis e veículos comerciais leves, divulgadas pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), mostraram crescimento de 11,2% em maio quando comparado a abril, quando haviam recuado 64,5%.

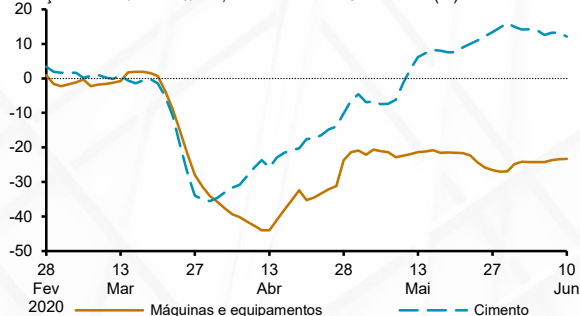
Tanto o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) quanto o Índice de Confiança do Comércio (ICOM), ambos da FGV, sinalizaram, em maio, acomodação em patamares extremamente baixos. Nesse contexto, o ICC cresceu 3,9 pontos em maio em relação ao mês anterior, quando havia recuado 22,0 pontos, para os dados ajustados sazonalmente. A leve recuperação em maio decorreu principalmente da elevação de 6,7 pontos no Índice de Expectativas, compensada, parcialmente, por queda de 0,6 ponto no Índice de Situação Atual.

Gráfico 1.18 – Indicadores de FBCF^{1/}

Média 2017 = 100

Fontes: IBGE e Ipea
1/ Séries com ajuste sazonal.**Gráfico 1.19 – Consumo de energia elétrica (mercado livre)**

Variação ante 14/fev a 13/mar, média móvel de 5 dias úteis (%)

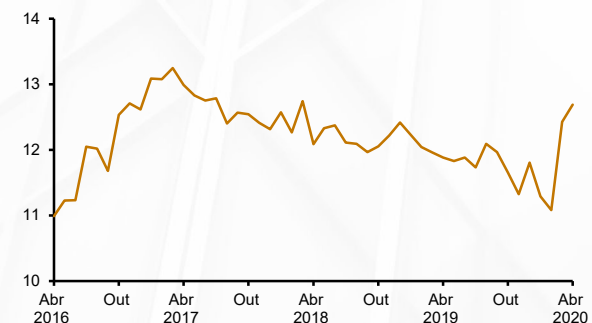


Fonte: Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE)

Gráfico 1.20 – Taxa desocupação^{1/}

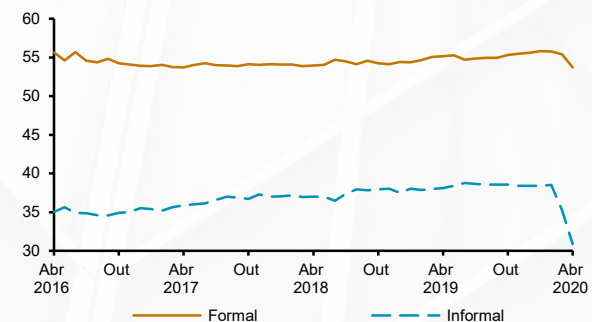
Série mensalizada

%

Fontes: BCB e IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.**Gráfico 1.21 – População ocupada^{1/}**

Série mensalizada

Milhões

Fontes: BCB e IBGE
1/ Série com ajuste sazonal.

Na mesma linha, o ICOM mostrou crescimento de 6,2 pontos em maio, em relação a abril, quando havia diminuído 26,9 pontos na mesma base de comparação. Houve elevações na margem de 8,4 pontos no Índice de Situação Atual e de 3,7 no Índice de Expectativas.

Em relação ao investimento, indicadores sugerem forte retração em março e abril, sob impacto da pandemia da Covid-19. A produção de bens de capital recuou 41,5% no mês de abril relativamente a março, quando recuara 15,5%, enquanto a produção de insumos típicos da construção civil apresentou quedas de 23,9% em abril e de 8,0% em março, na mesma base de comparação, dados com ajuste sazonal.

Indicadores de mais alta frequência sinalizam trajetória de recuperação da FBCF em maio e início de junho, especialmente na construção. O consumo de energia no mercado livre aponta recuperação da indústria de cimento ao longo desses dois meses e certa acomodação na indústria de máquinas e equipamentos em meados de maio, após recuperação em relação ao vale de abril. Vendas no varejo de materiais de construção corroboram a recuperação do setor de construção.⁵

A população ocupada registrou queda recorde (-4,5%) no trimestre encerrado em abril, em relação ao finalizado em janeiro na série dessazonalizada, principalmente nas posições atreladas a ocupações sem vínculo formal de trabalho, que não são alcançadas pelos programas emergenciais de suporte ao emprego adotados pelo governo durante a pandemia. O recuo também recorde da força de trabalho (-3,8%) contribuiu para atenuar o aumento da taxa de desocupação no período, que atingiu 12,6%, 0,1 p.p. acima do observado no trimestre encerrado em abril de 2019. Na margem, considerando-se a série com ajuste sazonal, a taxa de desocupação registrou 12,1%, alta de 0,6 p.p. em relação ao trimestre finalizado em janeiro, interrompendo a trajetória de recuperação gradual observada desde meados de 2017.

Considerando-se séries mensalizadas com ajuste sazonal da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua)⁶, observa-se que a deterioração dos indicadores do mercado

5/ Ver dados de vendas no varejo de materiais de construção no box “Indicadores para acompanhamento da conjuntura econômica doméstica durante a pandemia” neste Relatório.

6/ Ver box “Estimativa para dados mensalizados” da PNAD Contínua” neste Relatório.

Gráfico 1.22 – Emprego formal^{1/}

Geração líquida de empregos

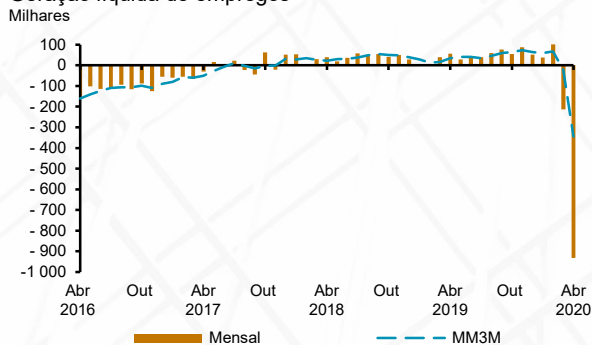


Gráfico 1.23 – Emprego formal^{1/}

Geração líquida de empregos por setor

Milhares, MM3M

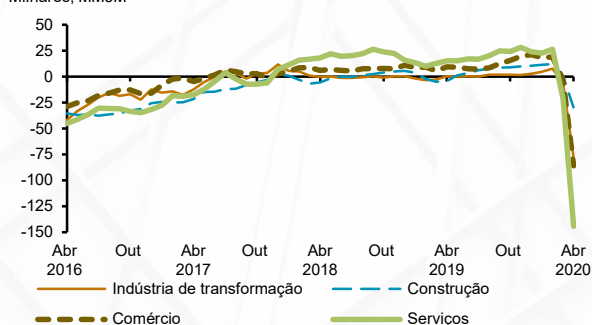


Gráfico 1.24 – Rendimento do trabalho^{1/}

R\$

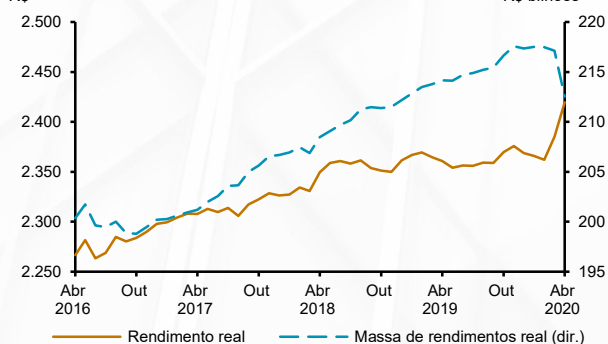
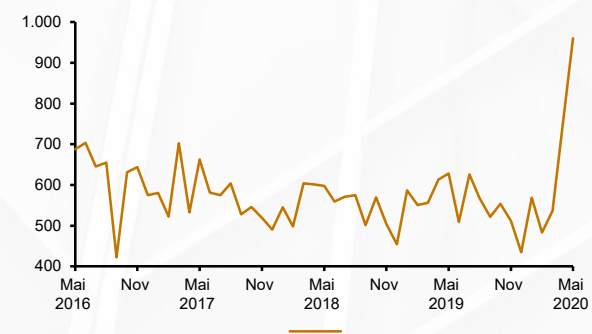


Gráfico 1.25 – Pedidos de seguro desemprego^{1/}

Milhares



de trabalho teve início em março e se aprofundou em abril. A ocupação recuou 3,9% em março e 6,7% no mês seguinte, revertendo tendência positiva anterior. Destacam-se nesses resultados as contrações, respectivas, de 8,6% e 12,4% da população ocupada em posições informais. No mesmo tipo de comparação, a força de trabalho recuou 2,4% e 6,4%, sinalizando fortes quedas da taxa de participação nesses dois meses. Com esses resultados, a taxa de desocupação, que atingira 11,1% em fevereiro, subiu para 12,4% em março e 12,7% em abril.

As estatísticas do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), da Secretaria Especial de Previdência e Trabalho, também sinalizam forte deterioração do mercado formal de trabalho nos meses de março e abril deste ano. Os dados do Caged registraram a eliminação de 1067,9 mil vagas de emprego no bimestre março-abril, ante geração líquida de 172,0 mil vagas no mesmo período de 2019. Considerando-se dados dessazonalizados, destacam-se as perdas de vagas no comércio (-283,1 mil), indústrias de transformação (-241,3 mil) e serviços de alojamento e alimentação (-196,5 mil) no acumulado dos dois meses.

De acordo com dados dessazonalizados da PNAD Contínua, a massa real de rendimentos do trabalho⁷ apresentou queda de 2,3% no trimestre finalizado em abril em comparação ao trimestre encerrado em janeiro, refletindo principalmente o recuo de 4,5% da população ocupada. Em sentido oposto, o rendimento médio real do trabalho⁸ cresceu 2,3%, influenciado por efeito composição – os desligamentos recentes atingiram mais as ocupações informais de menor rendimento, elevando a média de renda do contingente populacional que permaneceu ocupado.

Indicadores mais tempestivos do mercado formal de trabalho evidenciam continuidade do movimento de eliminação de postos de trabalho. Os pedidos de seguro desemprego, divulgados pelo Ministério da Economia, aumentaram 53,0% em maio frente igual mês de 2019, com destaque para os aumentos de pedidos nos setores de Indústria (80,4%), Serviços (66,9%) e Comércio (35,7%). Considerando dados com ajuste sazonal, as solicitações de auxílio desemprego em maio foram 93,9% superiores à média dos pedidos do trimestre encerrado em fevereiro.

7/ Massa de rendimentos reais de todos os trabalhos, habitualmente recebida por mês.

8/ Rendimento médio real de todos os trabalhos, habitualmente recebido por mês.

Crédito

O mercado de crédito cresceu no trimestre encerrado em abril de 2020, no contexto da pandemia da Covid-19, com dinâmicas distintas nos segmentos de pessoas físicas e jurídicas. Destacam-se a forte retração nos gastos com cartão de crédito pelas famílias, reflexo da súbita alteração nos padrões de consumo a partir da segunda quinzena de março, e a expansão das linhas de financiamento a exportação e capital de giro, repercutindo o aumento expressivo na demanda por liquidez pelas empresas.⁹

O estoque de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) aumentou 3,4% no trimestre encerrado em abril, com variações de -0,2% e 8,5% nos empréstimos a pessoas físicas e jurídicas, respectivamente. No segmento de recursos livres, o saldo das operações às famílias recuou 1,7%, refletindo a contração nas modalidades de cartão de crédito à vista e de financiamentos de veículos, enquanto os empréstimos às empresas cresceram 13,2%, com destaque para adiantamentos de contratos de câmbio, financiamentos a exportação e capital de giro. No crédito direcionado, destacam-se as expansões dos financiamentos imobiliários e do crédito rural para pessoas físicas, além do crescimento nos empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) a pessoas jurídicas, após dezesseis trimestres de contração.

No conceito de crédito ampliado ao setor não financeiro, observou-se aumento de 4,4% no trimestre, totalizando saldo de R\$10,8 trilhões em abril (147,7% do PIB), sendo 42% do saldo relativos ao governo geral. O crescimento trimestral refletiu as variações de -0,9% no endividamento do governo geral e de 8,5% no do setor privado não financeiro. O estoque de títulos privados emitidos pelas empresas no mercado de capitais doméstico cresceu 1,0% no período, enquanto a dívida externa das empresas no exterior aumentou 26,2%, impactada, principalmente, pela depreciação cambial no período (27,1%).

As concessões de crédito dessazonalizadas aumentaram 0,5% no trimestre encerrado em abril, com aumento dos empréstimos destinados às empresas e redução às famílias. Os desembolsos no segmento de pessoas jurídicas cresceram 12,9% no trimestre, influenciados tanto pelo crédito livre

Gráfico 1.26 – Saldo das operações de crédito
R\$ bilhões

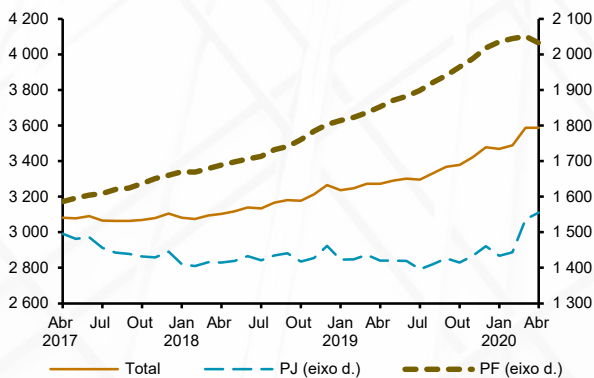


Gráfico 1.27 – Concessões dessazonalizadas
MM3M – R\$ bilhões

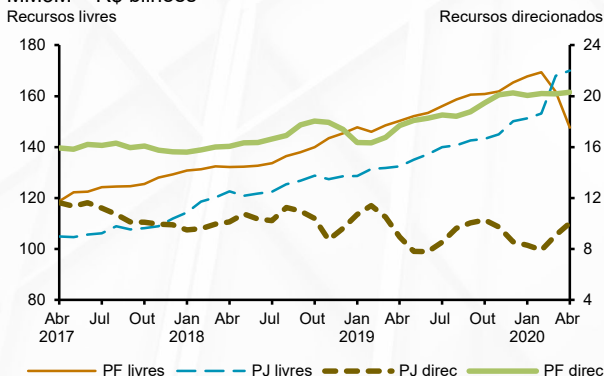
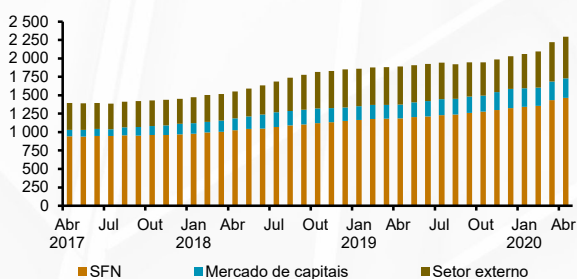


Gráfico 1.28 – Crédito ampliado – captações PJ (R\$ bilhões)^{1/}

Acumulado 12 meses



Fontes: Anbima e BCB

1/ SFN – exclui conta garantida, cheque especial e cartão de crédito.

Mercado de capitais – considera debêntures, notas promissórias e ações.

S. externo – inclui emprést./títulos de empresas não financ. e op. intercia.

9/ Para maior detalhe sobre o comportamento do mercado de crédito no cenário de pandemia, ver box "Panorama do mercado de crédito" neste Relatório.

(12,4%) quanto pelo direcionado (20,8%). Destaque para o aumento nas concessões de capital de giro (61,5%), nas linhas de financiamento a exportação (65,4%), e nos empréstimos do BNDES (33,4%). O fluxo de novas operações a pessoas físicas diminuiu 10,3% nesse período, com recuo de 12,1% no crédito com recursos livres, destacando-se as modalidades financiamento de veículos (-27,5%) e cartão de crédito à vista (-16,2%). As concessões de crédito direcionado às pessoas físicas cresceram 1,3% no período, ressaltando-se a variação no crédito rural (18,4%).

Considerando o financiamento obtido em outras fontes nos primeiros quatro meses do ano, na comparação com igual período de 2019, observa-se aumento de 10,8% nos valores captados pelas empresas no mercado de capitais doméstico, e de 52,5% no volume em dólares captado no mercado externo.

No trimestre encerrado em abril, o Indicador de Custo do Crédito (ICC) das operações de crédito livre recuou 1,1 p.p., com variações de -1,7 p.p. no segmento de pessoas jurídicas e de 1,2 p.p. no de pessoas físicas; o ICC das operações com recursos direcionados ficou estável no período. O ICC dos financiamentos às empresas com recursos livres atingiu 15,4% a.a. no mês de abril, nova mínima histórica da série. O ICC de toda a carteira de empréstimos do SFN alcançou 19,7% a.a., redução de 0,4 p.p. no trimestre.

A taxa média de juros das novas operações do crédito livre do SFN recuou 2,5 p.p. no trimestre encerrado em abril, influenciada, especialmente, pela evolução do custo das operações no segmento de pessoas jurídicas (-1,8 p.p. no período). Destaca-se a redução de 4,9 p.p. na taxa de juros do capital de giro com prazo até um ano, apesar do aumento na demanda pela modalidade. No segmento de pessoas físicas, a taxa média de juros livres diminuiu 1,2 p.p., com retrações mais significativas no cheque especial (-21,5 p.p.); no crédito pessoal não consignado (-17,2 p.p.); e no cartão de crédito parcelado (-35,5 p.p.).

A taxa de inadimplência (operações com atrasos superiores a 90 dias) aumentou 0,3 p.p. no trimestre finalizado em abril, situando-se em 3,3%. Houve aumento de 0,1 p.p. na inadimplência dos empréstimos às empresas e de 0,5 p.p. no caso das pessoas físicas. Cabe destacar que, após o início da pandemia, as principais instituições do

Gráfico 1.29 – Indicador de Custo de Crédito (ICC)
Recursos livres

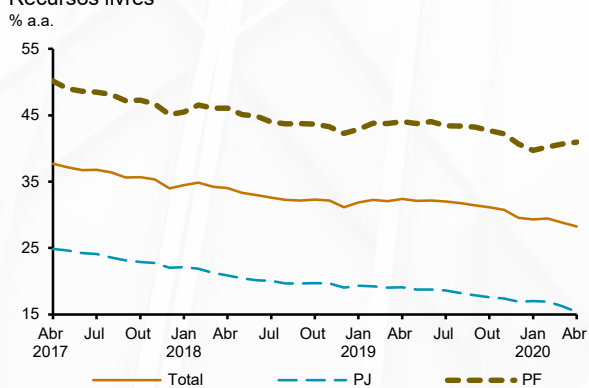


Gráfico 1.30 – Taxas de juros

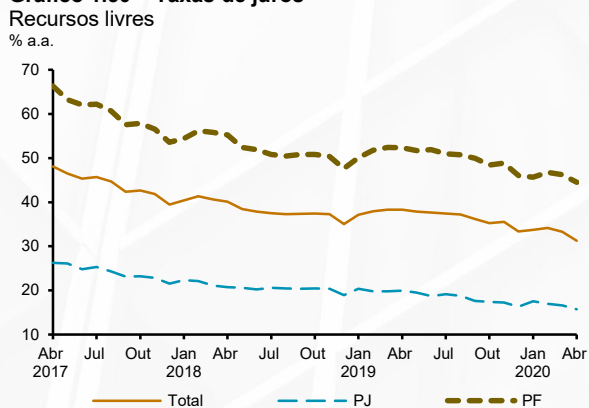
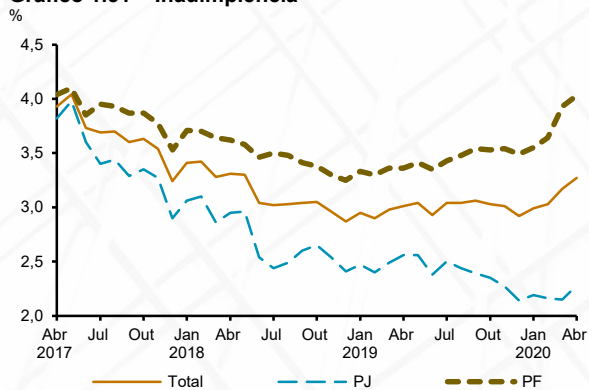


Gráfico 1.31 – Inadimplência^{1/}



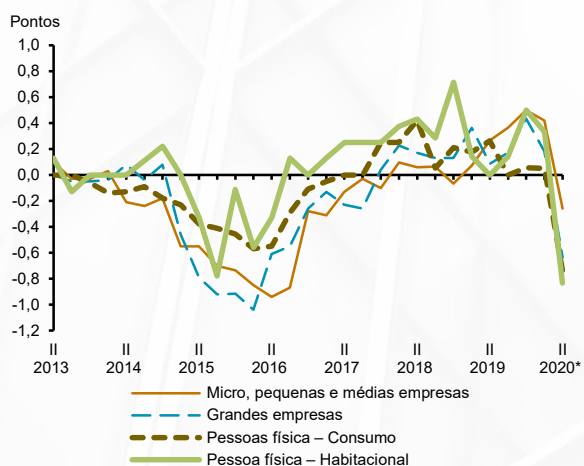
1/ Atrasos acima de 90 dias.

SFN estabeleceram programas de postergação de pagamentos em diversas modalidades de crédito, fato que enseja cautela na análise da evolução da inadimplência nos próximos meses.

Dados preliminares de maio indicam que o crescimento trimestral da carteira de crédito do SFN segue em ritmo superior ao registrado no mesmo período do ano anterior, tendo atingido variação de 3,0%, ante 1,3% em maio de 2019. Os empréstimos do segmento de crédito livre aumentaram 3,9%, refletindo o crescimento do crédito às empresas, que compensaram o recuo do crédito às pessoas físicas; enquanto os financiamentos com recursos direcionados cresceram 1,9%, com aumento no saldo de crédito às famílias sendo influenciado pela postergação de pagamentos de financiamentos, em especial, de empréstimos imobiliários.

A evolução recente do mercado de crédito e os impactos da pandemia da Covid-19 sobre o mercado financeiro e o crescimento da economia, ainda que bastante incertos, ensejaram revisão da expansão do saldo de crédito em 2020, de 4,8% no Relatório de Inflação anterior para 7,6%.¹⁰

Gráfico 1.32 – Indicadores de aprovação de crédito



* Os valores do II 2020 correspondem às expectativas dos respondentes para esse trimestre. Os demais correspondem às percepções sobre a situação em cada trimestre.

Dados da última Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil (PTC)¹¹, realizada entre 27.4.2020 e 6.5.2020 junto a instituições financeiras, indicaram que o primeiro trimestre de 2020 teve manutenção das condições favoráveis de crédito, conforme evidenciado pelo indicador da taxa de aprovação das novas linhas de crédito. Entretanto, a pesquisa apontou que a expectativa das instituições para o segundo trimestre de 2020 é de abrupta reversão das taxas de aprovação de novas linhas de crédito, refletindo os impactos da crise associada à pandemia da Covid-19. De acordo com a pesquisa, os padrões mais restritivos de aprovação de crédito estão associados principalmente à elevação da incerteza, à menor tolerância ao risco e à percepção negativa de fatores de inadimplência, como piora das condições das empresas e redução do emprego.

10/ Ver boxe “Revisão da projeção de crédito” neste Relatório.

11/ Os dados apresentados neste Relatório referem-se a avaliação das instituições sobre a porcentagem de aprovação de novos empréstimos, considerando quatro segmentos (grandes empresas; micro, pequenas e médias empresas; crédito habitacional pessoas físicas; e crédito voltado ao consumo) tanto no que se refere aos últimos três meses, como para os próximos três meses. Os indicadores apresentados correspondem a uma média das respostas de cada entrevistado, variando entre -2 (aprovação consideravelmente inferior) a +2 (aprovação consideravelmente superior). Para mais detalhes da metodologia da PTC, ver Annibal, Clodoaldo e Koyama, Sérgio (2011), “Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil”, BCB, Trabalho para Discussão nº 245.

Tabela 1.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário

Acumulado no ano até abril

Segmento	R\$ bilhões		
	2018	2019	2020
Governo Central	2,6	-0,7	95,0
d/q Governo Federal	-59,1	-66,0	8,7
d/q INSS	61,5	65,1	86,0
Governos regionais	-10,6	-17,9	-10,8
Empresas estatais	0,7	-1,4	-1,6
Total	-7,3	-20,0	82,6

(+) déficit (-) superávit

Fiscal

O setor público consolidado, excluindo estatais financeiras e empresas dos grupos Petrobras e Eletrobras, registrou *deficit* primário de R\$82,6 bilhões no primeiro quadrimestre de 2020, ante *superavit* de R\$20,0 bilhões no mesmo período de 2019. O desempenho primário do governo central foi deficitário em R\$95,0 bilhões, ante *superavit* de R\$ 0,7 bilhão no primeiro quadrimestre de 2019, refletindo os gastos para mitigação dos impactos da pandemia. O resultado do governo central foi composto pelos saldos negativos de R\$8,7 bilhões do governo federal – saldo positivo de R\$66 bilhões em igual período de 2019 – e de R\$86,0 bilhões do Instituto Nacional de Seguro Social (INSS). Ressalta-se que, para o ano corrente, o Decreto Legislativo nº 6, de 2020, dispensou o governo do cumprimento dos resultados fiscais previstos na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) em razão do estado de calamidade pública.

O resultado do ano corrente reflete, em valores nominais, a retração de 7,5% (R\$-33,3 bilhões) das receitas líquidas, e o crescimento de 13,4% (R\$59,7 bilhões) das despesas primárias. Em termos reais, observou-se redução de 10,6% na receita líquida, com diminuições expressivas em “Arrecadação Líquida para o RGPS”, “COFINS” e “Imposto de Renda”, principalmente devido aos diferimentos tributários que, segundo a Receita Federal, somaram R\$35,1 bilhões apenas no mês de abril.

As despesas registraram crescimento real de 9,7% (R\$44,4 bilhões) no quadrimestre. Houve aumento nas despesas com “benefícios previdenciários” (R\$5,0 bilhões), em parte devido à antecipação da primeira parcela do 13º do INSS, normalmente desembolsada no segundo semestre de cada ano; no “apoio financeiro aos estados e municípios” (R\$1,0 bilhão); nos “créditos extraordinários” (R\$39,7 bilhões); e nos “subsídios, subvenções e proagro” (R\$15,3 bilhões). Todos, de alguma maneira, influenciados por medidas para atenuar os efeitos da Covid-19. Em contrapartida, observou-se redução em “pessoal e encargos” (R\$4,6 bilhões) e em “sentenças judiciais e precatórios” (R\$13,1 bilhões), impactados pela postergação dos pagamentos de precatórios, que anteriormente eram realizados geralmente em março e abril.

No acumulado do primeiro quadrimestre, os governos regionais e as empresas estatais contribuíram com *superavits* de R\$10,8 bilhões e R\$1,6 bilhão, respectivamente. Apesar do resultado positivo dos

Gráfico 1.33 – Necessidades de Financiamento do Setor Público

Acumulado em 12 meses (% PIB)

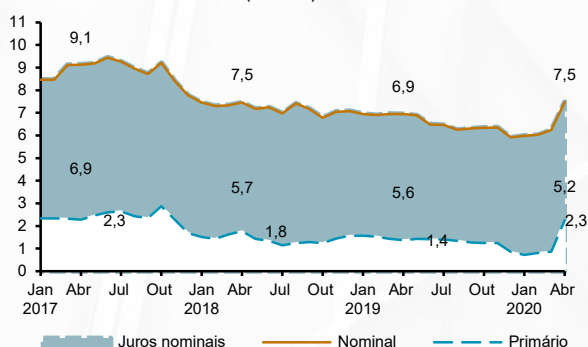


Tabela 1.3 – Balanço de Pagamentos

Período	US\$ bilhões				
	2019			2020	
	Abr	Jan- abr	Ano	Abr	Jan- abr
Transações correntes	-1,9	-17,0	-49,5	3,8	-11,9
Balança comercial	5,1	12,7	40,8	6,4	9,6
Exportações	19,3	70,5	225,8	18,4	67,6
Importações	14,2	57,9	185,0	11,9	57,9
Serviços	-3,3	-10,8	-35,1	-1,2	-8,1
dos quais: viagens	-1,0	-3,5	-11,7	-0,1	-1,6
dos quais: transportes	-0,4	-1,8	-5,9	-0,2	-1,6
dos quais: aluguel de equip.	-1,5	-4,4	-14,5	-0,9	-4,7
Renda primária	-3,9	-19,1	-56,1	-1,6	-13,9
dos quais: juros	-1,6	-8,6	-25,1	-1,6	-7,8
dos quais: lucros e dividendos	-2,3	-10,6	-31,1	-0,0	-6,1
Renda secundária	0,1	0,3	1,0	0,2	0,4
Conta capital	0,0	0,1	0,4	0,0	0,1
Conta financeira	-2,4	-17,7	-51,5	4,1	-10,2
Investim. ativos ^{1/}	-0,0	10,0	37,1	0,7	12,9
Inv. direto no ext.	2,6	8,0	22,1	-4,8	-5,9
Inv. carteira	0,9	5,1	11,2	1,1	3,9
Outros investimentos	-3,5	-3,2	3,8	4,4	14,9
dos quais: ativos de bancos	-1,7	-0,7	0,2	4,5	17,0
Investim. passivos	2,4	35,0	64,2	-7,9	2,3
IDP	5,1	23,4	78,6	0,2	18,0
Participação no capital	19,8	19,8	68,0	0,3	9,5
Operação intercompanhia	-0,6	3,6	10,6	-0,1	8,6
Ações totais ^{2/}	-0,3	0,4	-2,7	-2,4	-16,1
Títulos no país	-0,2	9,9	-4,0	-4,9	-12,8
Emprést. e tít. LP ^{3/}	-1,4	-3,6	-14,4	-3,5	1,8
Crédito comercial e outros ^{4/}	-0,8	4,8	6,7	2,7	11,4
Derivativos	0,3	0,9	1,7	0,6	4,4
Ativos de reserva	-0,3	6,3	-26,1	-5,0	-25,2
Erros e omissões	-0,5	-0,9	-2,4	0,2	1,5
Memo:					
Transações corr./PIB (%)			-2,7		
IDP / PIB (%)			4,3		
Taxa de rolagem (%)	67,8	67,0	80,4	48,6	128,7

1/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

2/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

3/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

4/ Inclui empréstimos e títulos de curto prazo.

governos regionais, houve diminuição de R\$7,1 bilhões comparativamente ao resultado primário em igual período de 2019, com o crescimento de 0,9% (R\$0,8 bilhão) nas transferências por repartição de receitas da União não compensando a piora na arrecadação e o aumento das despesas.

Os juros nominais do setor público, apropriados por competência, somaram R\$143,2 bilhões nos primeiros quatro meses do ano, crescimento de R\$14,0 bilhões em relação ao mesmo período de 2019. Em que pese o atual ciclo acomodatório da política monetária, o aumento na apropriação de juros refletiu, em especial, o resultado negativo de R\$54,8 bilhões com os *swaps* cambiais (perda de R\$1,5 bilhão no primeiro quadrimestre de 2019).

No tocante aos indicadores de endividamento, a DLSP totalizou R\$3.845,3 bilhões (52,7% do PIB) em abril de 2020, retração de 1,3 p.p. do PIB em relação ao mesmo mês do ano passado. A Dívida Bruta do Governo Geral, que inclui Governo Federal, INSS, governos estaduais e municipais, atingiu R\$5.817,9 bilhões (79,7% do PIB), maior valor da série histórica iniciada em dezembro de 2006. O crescimento da dívida bruta no curto prazo decorre, em especial, das medidas de combate aos efeitos da pandemia do novo coronavírus.

Demanda externa e Balanço de pagamentos

As transações correntes registraram, em abril, o maior *superavit* mensal da série histórica iniciada em 1995, refletindo os impactos econômicos da pandemia da Covid-19. No acumulado de janeiro a abril de 2020, o *deficit* alcançou US\$11,9 bilhões, ante US\$17,0 bilhões no ano anterior. Essa redução refletiu, principalmente, menores despesas líquidas nas contas de serviços e de renda primária, contrabalançadas por menor *superavit* comercial.

O saldo da balança comercial diminuiu US\$3,1 bilhões nos quatro primeiros meses do ano comparado a igual período de 2019. As exportações recuaram 4,2% para US\$67,6 bilhões, enquanto as importações permaneceram estáveis em US\$57,9 bilhões. Destaque-se que os efeitos econômicos da Covid-19 impactaram a balança comercial de forma mais intensa a partir de abril, principalmente, com queda nas importações.

O *deficit* na conta de serviços nos quatro primeiros meses do ano recuou 25,6% na comparação interanual. Destaca-se a expressiva redução de US\$2,0 bilhões nas despesas líquidas de viagens influenciadas diretamente pelos efeitos da Covid-19 e da evolução recente do câmbio. Em abril, a queda nessa conta alcançou 91,2% em termos interanuais – *deficit* de US\$0,1 bilhão ante *deficit* de US\$1,0 bilhão em abril de 2019.

O *deficit* na conta de renda primária situou-se em US\$13,9 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, redução de US\$5,2 bilhões em relação ao mesmo período de 2019. Influenciadas pelos efeitos econômicos da Covid-19 e pela evolução do câmbio, as despesas líquidas de lucros e dividendos recuaram 42,1% no acumulado do ano em termos interanuais e atingiram US\$6,1 bilhões. Em abril, a queda foi ainda mais intensa e atingiu 99,8% em relação a abril de 2019.

No âmbito dos ativos da conta financeira, o investimento direto no exterior diminuiu US\$5,9 bilhões no acumulado dos quatro primeiros meses de 2020. O resultado representa desconstituição de ativos brasileiros no exterior, refletindo ambiente de retração da economia mundial. Destaca-se o fluxo em abril, quando houve regressos líquidos ao país de US\$4,8 bilhões.

Considerando os passivos da conta financeira, os ingressos líquidos de investimento direto no país (IDP) atingiram US\$18,0 bilhões nos quatro primeiros meses do ano, redução de US\$5,4 bilhões em relação ao mesmo período de 2019. Considerando o acumulado em doze meses, o IDP somou US\$73,2 bilhões (4,2% do PIB), financiando amplamente o *deficit* em transações correntes. Ao longo do ano, houve saídas de US\$28,9 bilhões em ações e títulos no país, aumento de US\$22,2 bilhões em relação a 2019, refletindo ambiente desafiador para as economias emergentes.

Quanto ao crédito externo de longo prazo, considerando operações de títulos e empréstimos diretos do setor privado no mercado internacional, os ingressos de US\$17,7 bilhões superaram as amortizações de US\$13,7 bilhões, resultando em taxa de rolagem de 128,7% nos quatro primeiros meses de 2020, ante 67,0% no mesmo período do ano passado.

Por último, o estoque estimado de dívida externa apresentou relativa estabilidade, atingindo US\$321,5

Tabela 1.4 – Balanço de Pagamentos

Período	US\$ bilhões		
	2019		2020
	Jan - Mai*	Ano	Jan - Mai*
Transações correntes	-18,3	-49,5	-10,5
Balança comercial	17,7	40,8	13,9
Exportações	91,2	225,8	85,6
Importações	73,5	185,0	71,7
Serviços	-14,1	-35,1	-10,0
Renda primária	-22,5	-56,1	-14,9
Renda secundária	0,6	1,0	0,5
Conta capital	0,1	0,4	0,1
Conta financeira	-20,0	-51,5	-8,6
Investim. ativos ^{1/}	16,0	37,1	7,6
Investim. passivos	43,7	64,2	1,7
dos quais: IDP	31,7	78,6	22,2
Derivativos	0,8	1,7	4,7
Ativos de reserva	6,9	-26,1	-19,2
Erros e omissões	-1,8	-2,4	1,8

^{1/} Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

* Dados estimados.

bilhões em abril de 2020, comparativamente a US\$323,0 bilhões em dezembro de 2019. A estimativa da relação entre o estoque de reservas internacionais e o vencimento residual da dívida externa de curto prazo atingiu 273,8% em abril (301,0% em dezembro de 2019). O estoque de reservas internacionais, por sua vez, alcançou 18,9% do PIB em abril, montante equivalente a 22 meses de importações de bens.

Considerando o acumulado em doze meses, o *deficit* em transações correntes atingiu US\$44,4 bilhões (2,6% do PIB) em abril, superando o observado em abril de 2019 (2,3% do PIB). Para 2020, estima-se que o *deficit* em transações correntes situe-se em 1,0% do PIB (2,5% no Relatório anterior)¹², refletindo mudanças expressivas nos cenários econômicos doméstico e internacional desde a última edição deste Relatório de Inflação.¹³

Dados preliminares de maio indicam continuidade dos principais movimentos observados em abril. O *deficit* em transações correntes nos cinco primeiros meses de 2020 alcançou US\$10,5 bilhões, diminuição de US\$7,8 bilhões em relação ao mesmo período de 2019, refletindo continuidade da queda despesas líquidas nas contas de serviços e renda primária. A balança comercial registrou *superavit* de US\$13,9 bilhões, US\$3,8 bilhões abaixo do registrado no mesmo período de 2019, refletindo, em parte, expressiva importação de plataformas de petróleo e seus equipamentos no âmbito da Repetro. A forte queda nas despesas líquidas de viagens continuou favorecendo a redução do *deficit* na conta de serviços. Na conta de renda primária, destaca-se a expressiva retração nas despesas líquidas de lucros e dividendos. Os fluxos de IDP registraram US\$22,2 bilhões nos cinco primeiros meses de 2020, redução de US\$9,5 bilhões em relação ao mesmo período de 2019.

1.2 Inflação e expectativas de mercado

A inflação no trimestre encerrado em maio repercutiu os efeitos da pandemia da Covid-19 e a retração do preço internacional do petróleo. Movimentos de grande amplitude do câmbio e dos preços de

12/ Para detalhamento da projeção do balanço de pagamentos, ver boxe “Projeções para o Balanço de Pagamentos de 2020” neste Relatório.

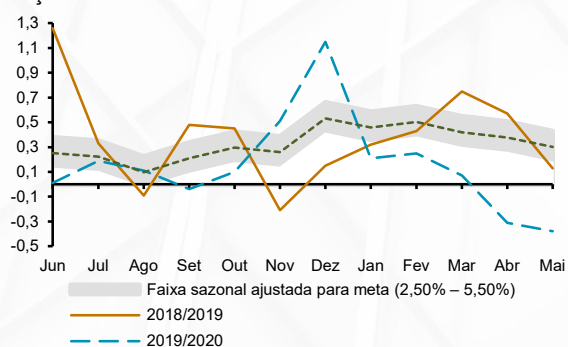
13/ O boxe “Ciclos de ajuste nas contas externas”, neste Relatório, analisa o contexto econômico em que se observaram alterações rápidas, tanto nas rubricas de transações correntes como da conta financeira, em ocasiões anteriores ocorreram no passado.

commodities, além dos efeitos heterogêneos da pandemia sobre oferta e demanda pelos diversos bens e serviços, acarretaram mudanças de preços relativos. De um lado, destaca-se o forte recuo nos preços de combustíveis e de passagem aérea. Do outro, a alta nos preços de alimentos e no preço internacional do minério de ferro.

Esse movimento de preços relativos teve implicações diferenciadas sobre índices de preços ao produtor e ao consumidor. No caso dos preços ao produtor, cujo índice é principalmente de matérias primas, o efeito líquido foi inflacionário, e pôde-se ver influência da depreciação do real. No caso dos preços ao consumidor, as pressões deflacionárias prevaleceram: o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou a menor variação desde a implantação do regime de metas para a inflação. O resultado combinou a menor demanda por serviços e bens industriais, a postergação de reajustes em alguns preços monitorados e a redução significativa nos preços dos combustíveis, com o aumento dos preços dos alimentos. As medidas de inflação subjacente também indicaram os efeitos desinflacionários da pandemia, situando-se abaixo dos níveis compatíveis com o limite inferior do intervalo de tolerância em torno da meta de inflação.

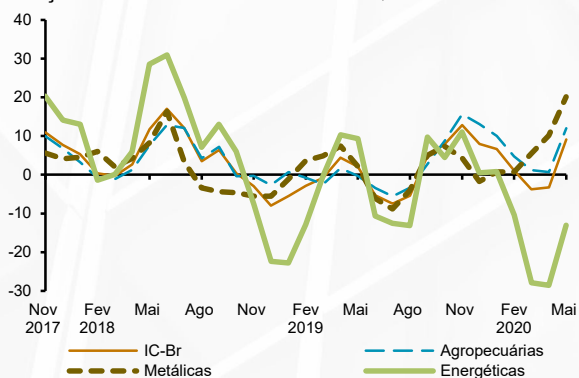
Nesse contexto houve significativo recuo das expectativas de mercado para a inflação ao consumidor em 2020 e 2021. Para o ano corrente, a mediana das projeções aponta para inflação abaixo do limite inferior do intervalo de tolerância. Para o próximo ano, as projeções encontram-se na parte inferior desse intervalo.

Gráfico 1.34 – IPCA – Padrão sazonal
Variação % mensal



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.35 – IC-Br e seus componentes
Variação % em 3 meses do índice em R\$

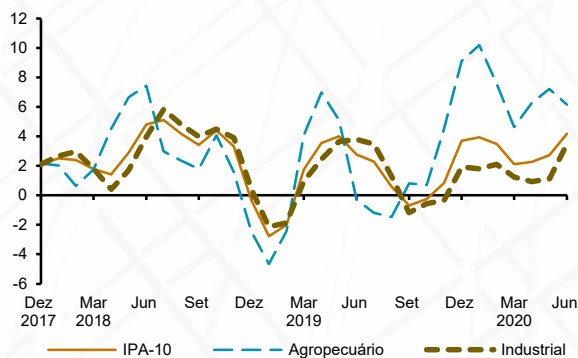


Índices de preços

No trimestre encerrado em maio, o Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) recuou 15,80% quando medido em dólares, mas avançou 9,15% quando medido em reais, evidenciando os movimentos grandes e opostos do câmbio e do preço das *commodities* em moeda estrangeira. Contribuiu para o recuo do índice em dólar, especialmente, a forte queda no preço do petróleo, que passou de aproximadamente US\$50/barril para US\$25/barril entre o início de março e o final de abril, mas que termina maio cotado em US\$35/barril, com parte do mundo já em processo de reabertura, além da maior

Gráfico 1.36 – Preços ao produtor – IPA-10

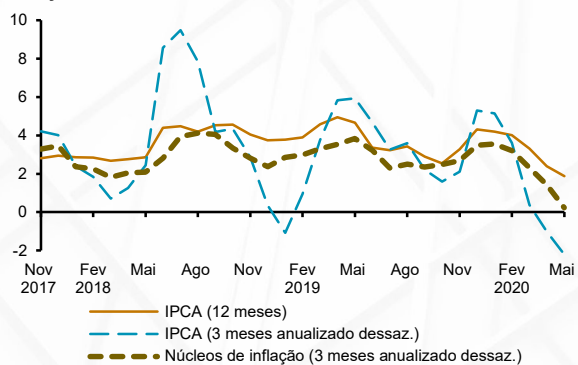
Varição % em 3 meses



Fonte: FGV

Gráfico 1.37 – Evolução do IPCA

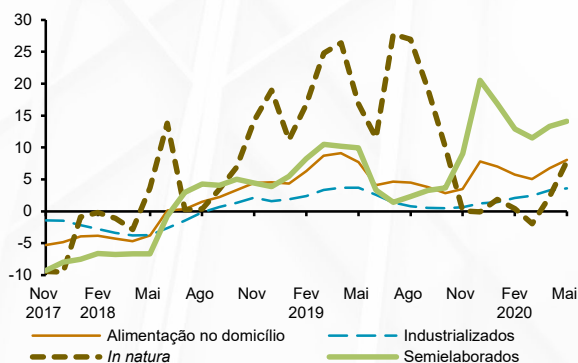
Varição %



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.38 – IPCA – Alimentação no domicílio

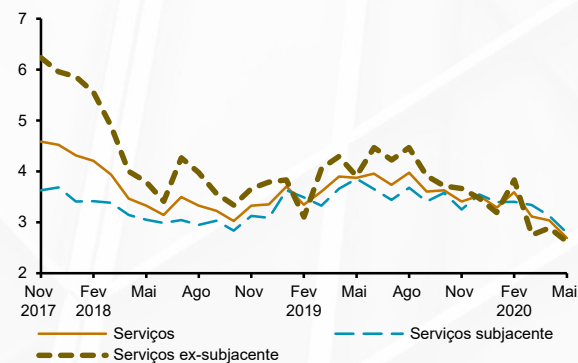
Varição % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

Gráfico 1.39 – IPCA – Serviços

Varição % em 12 meses



Fontes: IBGE e BCB

coordenação entre os membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (Opec+). Apesar da forte queda inicial, também já se observa certa recuperação dos preços das *commodities* agrícolas e metálicas.

A inflação medida pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-10) subiu para 4,17% nos três meses encerrados em junho, ante 2,12% no trimestre anterior, acumulando elevação de 9,57% em doze meses (8,10% em março). A elevação decorreu, principalmente, da pressão do câmbio sobre os preços dos minerais metálicos, de produtos agropecuários e de itens com forte presença de componentes importados, como os da indústria química e os constituídos por elementos eletroeletrônicos. Esse movimento foi em grande medida compensado pelo recuo em derivados do petróleo, que registrou quedas, no trimestre, de 26,69% no preço da gasolina e de 27,57% no do diesel. Entre os componentes agropecuários, destacaram-se as fortes altas em soja (22,44% no trimestre), trigo (25,70%), feijão (28,60%), arroz (18,51%) e batata inglesa (110,35%).

Os preços ao consumidor, medidos pelo IPCA, apresentaram variação de -0,62% no trimestre encerrado em maio, após alta de 1,62% no trimestre encerrado em fevereiro. A inflação acumulada em doze meses passou de 4,01% em fevereiro para 1,88% em maio. As variações registradas em maio são as mais baixas desde a implantação do regime de metas para a inflação, em julho de 1999.¹⁴

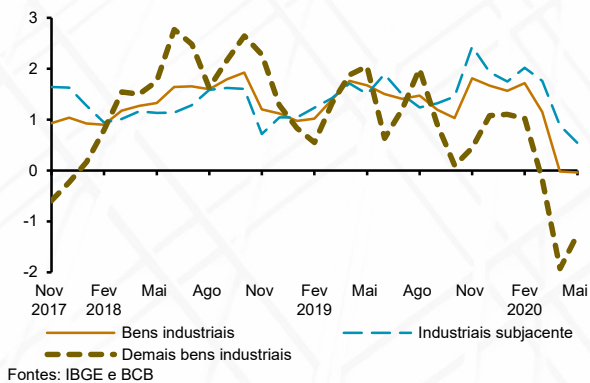
A deflação observada no trimestre ocorreu a despeito da forte alta dos preços de alimentos, que subiram 4,01% (ante variação de 4,96% no trimestre anterior, influenciada pelo choque nos preços de carnes em dezembro). A alta pode ser atribuída em parte à maior demanda por alimentação no domicílio decorrente do fechamento dos restaurantes e lanchonetes, e a desafios logísticos que resultam das medidas de contenção da pandemia. Os alimentos *in natura* e os cereais sofreram mais intensamente esses efeitos e registraram altas de 16,54% e de 12,23%, respectivamente, no trimestre encerrado em maio.

Os demais segmentos do IPCA apresentaram deflação no trimestre. Os preços de serviços recuaram 0,34% (ante alta de 1,71% no trimestre anterior), refletindo a forte queda dos preços de passagem aérea em

14/ Variações mais baixas foram registradas antes do regime de metas. Na métrica trimestral, a variação mais baixa foi registrada em setembro de 1998 (-0,85%). Na métrica anual, em janeiro de 1999 (1,65%). A taxa mensal de maio, -0,38%, só não foi mais baixa que a observada em agosto de 1998 (-0,51%).

Gráfico 1.40 – IPCA – Bens industriais

Varição % em 12 meses

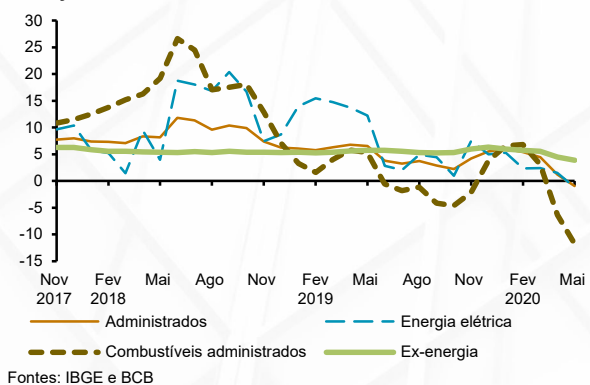


maio.¹⁵ A inflação subjacente de serviços caiu para 0,22% (ante 1,40%), com destaque para os recuos em alimentação fora do domicílio, seguro voluntário de veículo, aluguel residencial e condomínio. Em doze meses, a inflação de serviços passou de 3,59% para 2,69%.

Os preços dos bens industriais caíram 0,79% (ante alta de 0,28% no trimestre anterior). O movimento reflete, sobretudo, a queda de 20,96% nos preços de etanol, além de reduções nos preços de bens duráveis como automóveis, móveis e eletrodomésticos – sendo que esses já registraram aumentos na leitura de maio. Em doze meses, a inflação do segmento recuou de 1,74% em fevereiro para -0,01% em maio.

Gráfico 1.41 – IPCA – Administrados

Varição % em 12 meses

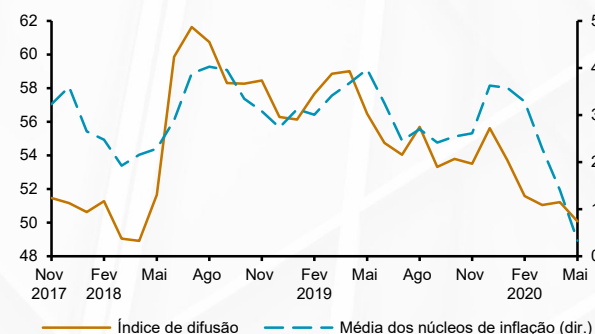


Os preços administrados ou monitorados por contratos recuaram 3,26% no trimestre terminado em maio (ante aumento de 0,59% no trimestre anterior). Houve forte redução no componente energético (-7,75% ante -0,69%), repercutindo principalmente a queda de 14,77% do preço da gasolina.¹⁶ No caso de energia elétrica (-1,22%), contribuíram a manutenção da bandeira no patamar verde e a postergação para julho dos reajustes de algumas distribuidoras. O componente não-energético variou -0,02% (ante 1,45%), destacando-se a postergação de reajustes das tarifas de transporte público e de água e esgoto em algumas regiões e a queda de 3,18% nos preços de produtos farmacêuticos, que também tiveram reajuste (do preço máximo autorizado) postergado. Acumulada em doze meses, a inflação dos preços administrados apresentou variação negativa (-0,95% ante 5,43%).

Gráfico 1.42 – Índice de difusão e núcleos de inflação

3 meses dessazonalizado
% de subitens com aumentos no mês

Var. % anualizada



Índice de difusão e núcleos

O índice de difusão, que mensura a proporção dos componentes do IPCA com variação de preços positiva, registrou média de 50,07% no trimestre encerrado em maio, ante de 51,58% no trimestre encerrado em fevereiro, na série livre de influências sazonais. O percentual de componentes com variação exatamente igual a zero cresceu, de 8% para 10% com ajuste sazonal¹⁷, decorrente da impossibilidade

15/ Como a coleta de preços de passagem aérea para o IPCA ocorre com antecedência de dois meses, a leitura de maio foi a primeira a captar efeitos da pandemia sobre esses preços.

16/ O boxe "Repasse dos preços internacionais para a gasolina", neste Relatório, apresenta um estudo mais detalhado sobre o comportamento dos preços da gasolina.

17/ Este cálculo foi feito a partir da abertura de subitens no nível regional.

Gráfico 1.43 – Expectativas de mercado – IPCA
Mediana (%)

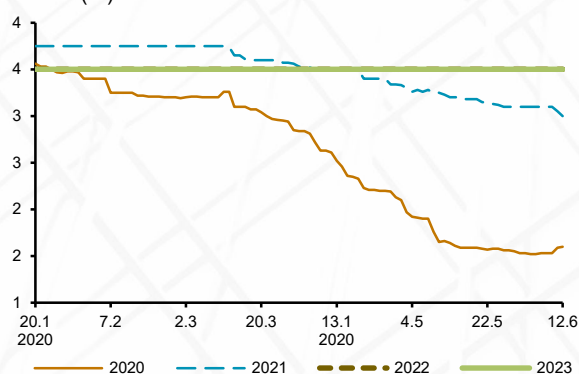


Tabela 1.5 – Resumo das expectativas de mercado

	6.12.2019		13.3.2020		12.6.2020	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Em %						
IPCA	3,60	3,75	3,10	3,65	1,60	3,00
IGP-M	4,14	4,00	4,00	4,00	5,45	4,00
IPA-DI	4,32	3,75	3,41	4,01	6,21	4,02
Preços administrados	4,00	4,00	3,30	3,80	1,00	3,78
Selic (fim de período)	4,50	6,25	3,75	5,25	2,25	3,00
Selic (média do período)	4,41	5,60	3,84	4,75	2,78	2,50
PIB	2,24	2,50	1,68	2,50	-6,51	3,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	4,10	4,00	4,35	4,20	5,20	5,00
Câmbio (média do período)	4,07	4,00	4,44	4,21	5,07	5,00

(continua)

Tabela 1.5 – Resumo das expectativas de mercado

(continuação)

	6.12.2019		13.3.2020		12.6.2020	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Em %						
IPCA	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
IGP-M	3,85	3,78	3,75	3,50	3,75	3,50
IPA-DI	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00
Preços administrados	3,75	3,50	3,75	3,50	3,50	3,50
Selic (fim de período)	6,50	6,50	6,00	6,25	5,00	6,00
Selic (média do período)	6,50	6,50	6,00	6,25	4,58	5,50
PIB	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Em R\$/US\$						
Câmbio (fim de período)	4,00	4,10	4,20	4,30	4,80	4,80
Câmbio (média do período)	4,00	4,09	4,20	4,25	4,80	4,80

de se coletar alguns preços em razão do fechamento de estabelecimentos comerciais.

A média do novo conjunto de núcleos de inflação acompanhados pelo BCB¹⁸ recuou de 3,29% em fevereiro para 0,33% em maio, sob a métrica anualizada da variação dessazonalizada trimestral. Todos os núcleos registraram menor variação, indicando que os efeitos desinflacionários da pandemia se estendem para além do forte choque em alguns componentes específicos. Acumulada em doze meses a média do novo conjunto de núcleos também recuou, passando de 3,14% para 2,21%.

Expectativas de mercado

De acordo com a Pesquisa Focus, a mediana das projeções para a variação anual do IPCA em 2020 teve forte redução: de 3,10% em 13 de março para 1,60% em 12 de junho de 2020. A mediana das projeções para 2021 também recuou, de 3,65% para 3,00%. Para 2022 e 2023 se mantiveram em 3,50%. Para a inflação doze meses à frente, suavizada, a mediana das previsões passou de 3,49% para 3,25%.

As medianas das expectativas para o aumento dos preços administrados ou monitorados por contratos em 2020 e 2021 atingiram, respectivamente, 1,00% e 3,78% em 12 de junho de 2020 (3,30% e 3,80% em 13 de março). A mediana das projeções para 2022 foi reduzida de 3,75% para 3,50% e permaneceu em 3,50% para 2023.

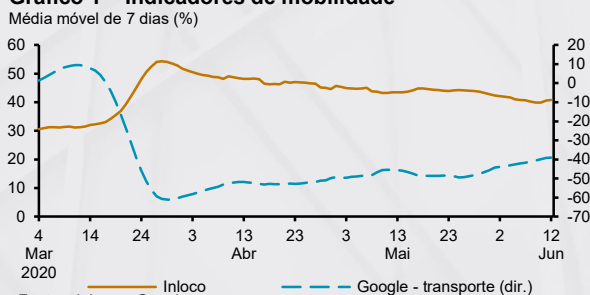
18/ O novo conjunto é composto pelos núcleos Ex-0, Ex-3, MS, DP e o recém introduzido P55. Mais informações no boxe "Atualização do conjunto de núcleos de inflação comumente considerados pelo BCB para análise de conjuntura econômica" neste Relatório.

Indicadores para acompanhamento da conjuntura econômica doméstica durante a pandemia

A atividade econômica e o mercado de trabalho foram marcados por mudanças bruscas desde a segunda metade de março, repercutindo os impactos do avanço da pandemia da Covid-19 no país. Em decorrência da rapidez e da relevância desses movimentos, o Banco Central passou a monitorar um conjunto maior de informações¹, incorporando, em especial, indicadores de maior frequência – diária ou semanal – e tempestividade, relativamente às estatísticas mensais usualmente consideradas.²

As séries desses indicadores, embora sejam mais ruidosas (voláteis e suscetíveis à presença de *outliers*), mostram, de modo geral, a interrupção do crescimento gradual da atividade econômica que vinha sendo observado nos trimestres anteriores. Essa quebra é bem caracterizada pelo declínio abrupto e expressivo na evolução da maior parte das variáveis na segunda quinzena do mês, movimento que se estendeu nos primeiros dias de abril, quando aparenta encontrar o piso, em linha com a fase mais aguda do isolamento social (gráfico 1).

Gráfico 1 – Indicadores de mobilidade^{1/}



1/ Percentual da população que está respeitando o isolamento social (Inloco) e Google Mobility Report – Visitas a centros de transporte público – variação em relação à mediana, por dia da semana, do período de 3/jan a 6/fev de 2020 (ajuste de feriados realizado pelo BCB).

Ainda na primeira semana de abril, observou-se movimento moderado de recuperação da atividade econômica até meados de maio e, desde então, algum arrefecimento no ritmo de recuperação, com os indicadores em geral situando-se em patamares ainda bastante deprimidos até a data de corte deste relatório. Ressalta-se, todavia, que há heterogeneidade relevante entre os setores econômicos, como pode ser observado nos indicadores de alta frequência do comércio varejista, de segmentos do setor de serviços, bem como da indústria, refletindo, principalmente, a alteração do padrão de gastos dos consumidores (Tabela 1).

Indicadores do comércio varejista e de parte do setor de serviços, obtidos a partir de pagamentos feitos com cartões de crédito e de débito³, mostraram elevação das vendas em supermercados e hipermercados,

- 1/ Apesar de o Banco Central estar acompanhando um conjunto de novos indicadores, não mantém base de dados estruturada com essas informações. Adicionalmente, algumas informações foram compartilhadas sob condições que inviabilizam a disponibilização desses dados de forma regular pelo Banco Central.
- 2/ Exemplos desses indicadores são: venda diária de veículos, índice de vendas no varejo da Cielo, valor das transações pagas com cartão de débito, número diário de voos comerciais, carga e consumo de energia elétrica, dados semanais de concessão de crédito, da balança comercial, dados preliminares de componentes do balanço de pagamentos, medidas de congestionamento no tráfego de veículos em capitais e medidas de mobilidade.
- 3/ Além dos dados da Cielo, indicados na Tabela 1, também foram avaliados dados do Sistema de Liquidação de Cartões da Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP/SLC). Os indicadores de vendas no varejo da Cielo abrangem transações com cartões de crédito e de débito registradas pela empresa. Os dados da CIP/SLC registram a liquidação das operações com cartões em favor dos lojistas, podendo, portanto, apresentar defasagens em relação ao momento da compra, especialmente para as operações com cartão de crédito. Dessa forma, para esta fonte optou-se pela utilização somente das transações com cartões de débito.

e impacto reduzido nas vendas de drogarias e farmácias, relativamente a outros segmentos, durante o período de distanciamento social (Tabela 1). Esses dois tipos de estabelecimentos, além de comercializarem produtos de caráter essencial, não foram fechados por medidas de isolamento social. Observa-se ainda que as vendas em postos de combustíveis tiveram redução expressiva no final de março, recuperando-se apenas gradativamente desde então, em linha com a evolução da mobilidade. Hotéis, restaurantes, serviços de transporte e de turismo, bem como as vendas de roupas e calçados foram penalizados de forma mais expressiva e, apesar da recuperação ocorrida de abril até início de junho, a receita de vendas nesses estabelecimentos continua em níveis significativamente inferiores aos observados no início do ano. Por fim, verifica-se que, após declínio acentuado no início do período de isolamento, as vendas nas lojas de material para construção e nas de móveis, eletrodomésticos e departamento tiveram recuperação acentuada.

Tabela 1 – Vendas no comércio varejista e em segmentos do setor de serviços

Índice Cielo do Varejo Ampliado ^{1/}	Variação do faturamento nominal em relação ao período anterior ao distanciamento social (%)						
	22/mar-13/jun	22-28/mar	7-13/jun	Liquidação de compras com cartão de débito ^{2/}	22/mar-13/jun	22-28/mar	7-13/jun
Total		-52,3	-23,2	Total – setores selecionados ^{3/}		-35,1	-4,0
Não duráveis		-15,5	0,8	Não duráveis selecionados		-10,7	9,2
Super/Hipermercados		5,7	18,1	Super/Hipermercados		1,7	25,9
Drogarias/Farmácias		-16,2	-0,9	Drogarias/Farmácias		-5,3	2,3
Postos de gasolina		-49,4	-33,3	Postos de gasolina		-42,0	-26,5
Duráveis		-81,4	-21,0	Duráveis selecionados		-74,8	-7,9
Vestuário		-91,9	-55,2	Vestuário e calçados		-94,7	-35,2
Material para construção		-59,7	7,3	Material para construção		-50,6	25,5
Móveis, eletro e lojas depto.		-83,7	28,6				
Serviços		-80,4	-64,4	Serviços selecionados		-72,7	-37,6
Turismo e transporte		-91,7	-83,8	Hotéis e similares		-75,0	-49,5
Bares e restaurantes		-79,9	-63,9	Restaurantes e similares		-77,0	-50,2
Serv. automotivos e autopeças		-67,4	-4,2	Serv. automotivos e autopeças		-59,0	-4,7
				Cabeleireiros e outr. serv.pessoais		-81,0	-34,0

1/ Fonte: Cielo. Variação do faturamento nominal em relação a dias equivalentes de fev/20, com ajuste de calendário (ex: Carnaval, Páscoa, feriados, semana do Dia das Mães).

2/ Fonte: Elaboração pelo BCB a partir de dados da SLC/CIP. Variação do faturamento nominal em relação à média entre 29/fev e 13/mar.

3/ Setores listados na tabela.

Para a avaliação da atividade industrial no curto prazo passaram a contribuir as informações de receita nominal de vendas da indústria, provenientes das secretarias de fazenda de São Paulo e do Rio Grande do Sul (a partir das notas fiscais eletrônicas – NFE-SP e NFE-RS), e do consumo de energia elétrica para segmentos da produção fabril adquirida no mercado livre de energia⁴, disponibilizadas pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE). Esses dados, representados na tabela 2 e nos gráficos 2 e 3, evidenciam que as indústrias de alimentos foram menos afetadas, em linha com o já observado na evolução dos indicadores de vendas em supermercados e hipermercados. Por outro lado, as produções de veículos e de materiais de transporte recuaram acentuadamente no final de março, permanecendo em patamares bastante deprimidos. As vendas de cimento pelas indústrias de São Paulo e a energia elétrica destinada à produção desse insumo, em conjunto com dados de vendas de material de construção no comércio varejista, sugerem que o setor de construção experimentou recuperação rápida e significativa após o declínio ocorrido no início do período de distanciamento. Em relação ao setor têxtil, receitas de vendas provenientes da NFE-SP e o consumo nacional

4/ Algumas empresas, sobretudo aquelas que consomem grandes quantidades de energia, preferem adquiri-las diretamente das geradoras de energia no chamado “mercado livre”, sem o intermédio das distribuidoras. A CCEE, responsável por monitorar a liquidação dos contratos de compra e venda de energia, consegue identificar a que setor se destina a energia nesses casos, mas não quando há intermédio de uma distribuidora

de energia elétrica pelas empresas indicam processo de recuperação bastante lento. Contudo, dados da NFE-RS mostram recuperação mais expressiva, indicando que além das diferenças setoriais mencionadas ao longo deste box, há também diferenças regionais no processo de recuperação da atividade econômica⁵.

Tabela 2 – Vendas da indústria

Nota Fiscal Eletrônica do Rio Grande do Sul					Nota Fiscal Eletrônica de São Paulo				
	21/mar-29/mar	21-27/mar	2-8/mar	6-12/jun		3/mar-13/jun	3-9/mar	3-13/jun	
Total		-23,0	-15,0	-10,0	Total		-20,0	-17,0	
Setores selecionados					Setores selecionados				
Suínos		48,0	66,0	23,0	Alimentos e bebidas		11,0	0,0	
Bovinos		4,0	21,0	25,0	Perfumaria e Cosméticos		41,0	17,0	
Aves e ovos		20,0	-12,0	-2,0	Borracha e plásticos		-25,0	-13,0	
Bebidas		-38,0	-13,0	18,0	Metalúrgica		-21,0	-25,0	
Máquinas e equipamentos		-49,0	-8,0	-15,0	Máquinas e equip.		3,0	-13,0	
Tratores e imp. agrícolas		-46,0	2,0	0,0	Mat. elétrico e comunic.		-12,0	-6,0	
Eletroeletrônicos		-44,0	-19,0	4,0	Farmacêutica		-14,0	-10,0	
Madeira, cimento e vidro		-28,0	3,0	5,0	Químico		-9,0	7,0	
Celulose e papel		6,0	-12,0	-21,0	Cimento		19,0	21,0	
Veículos		-66,0	-67,0	-60,0	Mat. transporte		-59,0	-50,0	
Móveis		-81,0	-20,0	-4,0	Têxtil e vestuário		-55,0	-55,0	
Metalurgia		-49,0	-31,0	-13,0	Couros e calçados		-42,0	-36,0	
Têxteis e confecção		-76,0	-16,0	-6,0					
Coureiro e calçadista		-85,0	-45,0	-37,0					

Fontes: Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo e Secretaria da Fazenda do Estado do Rio Grande do Sul.

Gráfico 2 – Consumo de energia elétrica na indústria (mercado livre)

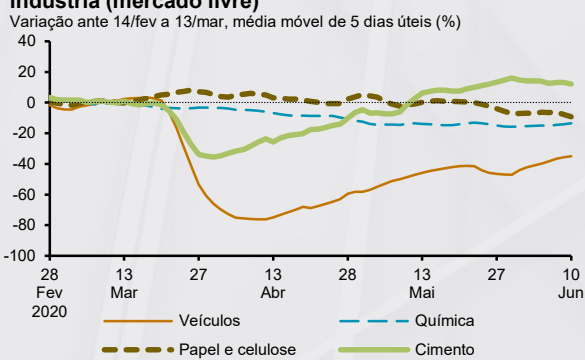
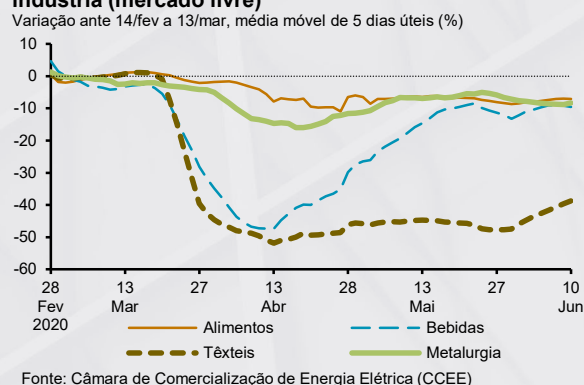


Gráfico 3 – Consumo de energia elétrica na indústria (mercado livre)



Em suma, este boxe apresentou alguns indicadores associados à atividade econômica, que possuem maior frequência e menor defasagem de divulgação relativamente às estatísticas mensais usualmente consideradas para a análise de conjuntura. Esses indicadores têm permitido avaliar com maior tempestividade os efeitos da pandemia e evidenciaram queda expressiva do nível de atividade, em geral, na segunda quinzena de março e início de abril, com reação moderada desde então.

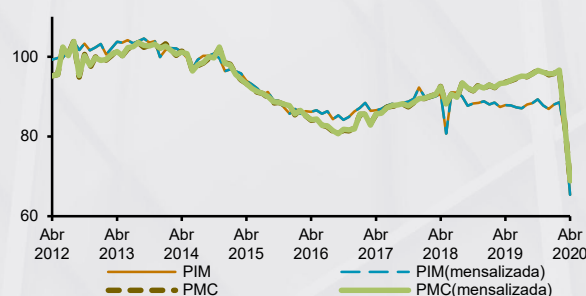
5/ O box "Efeitos econômicos da pandemia de Covid-19 nas regiões" do Boletim Regional do BCB de abril de 2020 aborda as diferenças regionais dos efeitos da pandemia.

Estimativa para dados “mensalizados” da PNAD Contínua

A pandemia da Covid-19 impactou fortemente o mercado de trabalho, elevando a taxa de desemprego no país de 11,7% para 12,1% entre os trimestres encerrados em março e abril, segundo dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) dessazonalizados pelo Banco Central. Essa apresentação dos dados em médias trimestrais, desenho metodológico da pesquisa do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para garantir a representatividade e robustez dos resultados divulgados, suaviza variações bruscas que efetivamente tenham ocorrido de um mês para outro, o que parece ser o caso específico nestes dois meses iniciais da crise sanitária. Como o contexto do atual cenário econômico requer, ainda mais, o acompanhamento tempestivo da conjuntura com o intuito de avaliar o avanço dos efeitos da pandemia sobre a economia, o presente boxe estima séries mensais dos principais indicadores na PNAD Contínua, consistentes com as estatísticas divulgadas em média móvel trimestral.¹

Para a mensalização das séries foi utilizado um modelo de espaço de estados², com resultados similares aos obtidos por Hecksher (2020). O modelo proposto foi aplicado em algumas séries econômicas que já possuem dados mensais para avaliar a capacidade do método em reproduzir as informações divulgadas. As séries mensalizadas (a partir dos dados em MM3M) da produção industrial e do volume do comércio ampliado são comparadas com as séries mensais originais no gráfico 1 e sugerem que o método proposto funciona adequadamente.³

Gráfico 1 – PIM^{1/} e PMC^{1/}
2014 = 100



Fontes: IBGE e BCB

1/ Índices de volume com ajuste sazonal da indústria geral (PIM) e do comércio varejista ampliado (PMC).

1/ A relevância do acompanhamento tempestivo do avanço da Covid-19 sobre o mercado de trabalho motivou essa estimativa de maior frequência, em caráter excepcional.

2/ Modelo de espaço de estados para mensalização da série de média móvel trimestral X.

Equação de sinal:

$$X_t = (x_t + x_{t-1} + x_{t-2})/3$$

Equações de estado:

$$x_t = x_{t-1} + \text{stoch}_t$$

$$\text{stoch}_t = \alpha \cdot \text{stoch}_{t-1} + \varepsilon_t, \varepsilon_t \sim N(0, \sigma)$$

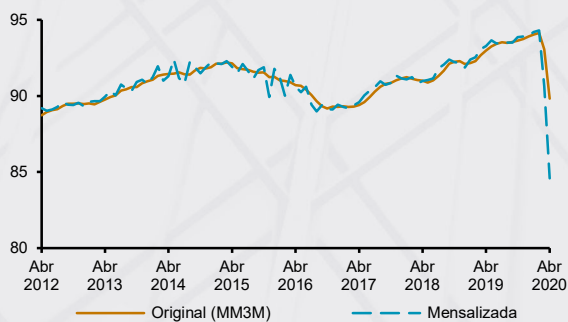
α e σ são parâmetros estimados pelo modelo e x é a série mensalizada resultante.

3/ Exame preliminar para averiguar consistência do método mostrou que a correlação entre as variações mensais da série mensal original e da série mensalizada, ambas com ajuste sazonal do Banco Central, foi de 1,00 para a PIM geral e de 0,99 para a PMC ampliada.

Os dados mensalizados da população ocupada indicam quedas de 3,9% em março e 6,7% em abril, na comparação com o mês imediatamente anterior, após ajuste sazonal (Gráfico 2).⁴ O distanciamento social também desestimulou a busca por trabalho, fazendo com que a força de trabalho tenha recuado 2,4% em março e 6,4% em abril, queda também recorde nesse tipo de comparação (Gráfico 3). Como resultado, a taxa de desocupação no mês de abril atingiu 12,7%, comparativamente a 12,4% em março e 11,1% em fevereiro (Gráfico 4).

Gráfico 2 – População ocupada^{1/}

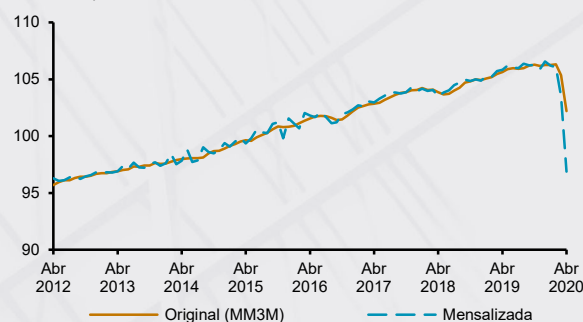
Milhões de pessoas



Fontes: IBGE e BCB
1/ Série com ajuste sazonal.

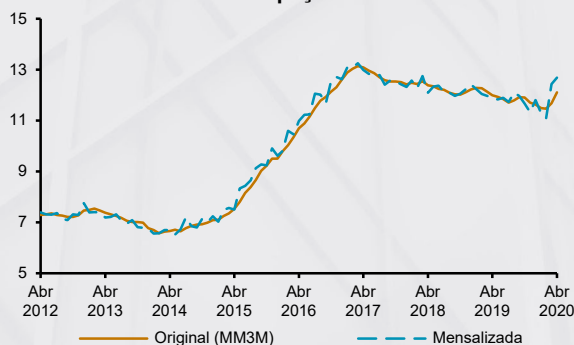
Gráfico 3 – Força de trabalho^{1/}

Milhões de pessoas



Fontes: IBGE e BCB
1/ Série com ajuste sazonal.

Gráfico 4 – Taxa de desocupação^{1/}

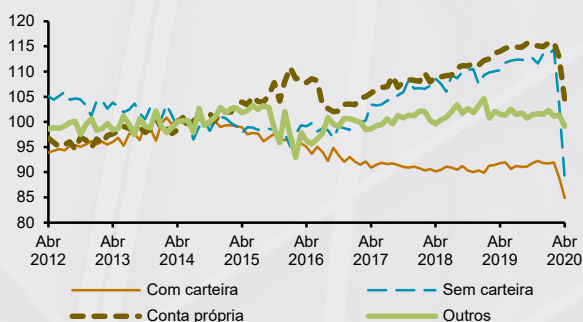


Fontes: IBGE e BCB
1/ Série com ajuste sazonal.

A segmentação dos dados mensalizados por tipo de vínculo mostra que a queda na população ocupada foi disseminada, porém mais acentuada em posições informais, que vinham crescendo desde 2017. Os trabalhadores sem carteira assinada diminuíram 14,2% em abril e os por conta própria, 7,3%, ante decréscimo

Gráfico 5 – População ocupada^{1/}

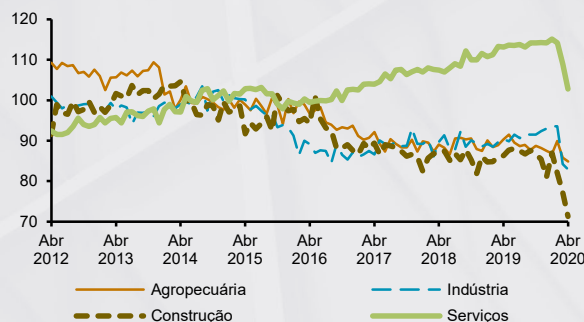
2014 = 100



Fontes: IBGE e BCB
1/ Série com ajuste sazonal.

Gráfico 6 – População ocupada^{1/}

2014 = 100



Fontes: IBGE e BCB
1/ Série com ajuste sazonal.

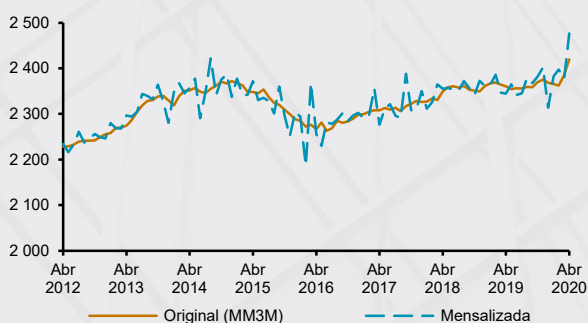
4/ As estimativas dos indicadores mensais da PNAD Contínua tendem a ser mais imprecisas que as dos trimestrais. É importante ressaltar que a pesquisa foi planejada para ter periodicidade de coleta trimestral, ou seja, a amostra total de domicílios é coletada em um período de três meses, para ao final deste ciclo serem produzidas as estimativas dos indicadores desejados. Todavia, a elevada magnitude das variações dos indicadores do mercado de trabalho nos últimos meses e a importância de informações mais tempestivas para a avaliação do contexto atual motivaram o desenvolvimento do exercício apresentado neste box.

de 4,4% dos ocupados com carteira, diferenças que tendem a refletir, em parte, as medidas de proteção ao emprego⁵ (Gráfico 5). Setorialmente, a construção civil (-7,5%) e os serviços (-5,6%) foram as atividades que mais eliminaram postos de trabalho, contrastando com a agropecuária, -1,1% (Gráfico 6).

O rendimento real habitual de todos os trabalhos aumentou 4,1% em abril – repercutindo, principalmente, a perda relativamente maior de ocupações com rendimentos mais baixos. Ainda assim, dada a forte queda na população ocupada, a massa de rendimentos diminuiu 3,1% (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Rendimento real^{1/}

Em valores do trimestre encerrado em abril de 2020



Fontes: IBGE e BCB
1/ Série com ajuste sazonal.

O processo de mensalização das séries da PNAD Contínua, não obstante implique perda de robustez estatística, contribui para avaliação mais tempestiva do mercado de trabalho. A amplitude da variação mensal dos indicadores nessa situação atípica é suficientemente significativa para garantir o ganho na análise conjuntural do mercado de trabalho, mesmo que essa estimativa represente menor grau de precisão estatística. As informações mensalizadas mostram impactos da crise já em março e, de forma mais acentuada, em abril, com quedas na população ocupada e na força de trabalho, e forte efeito composição sobre o rendimento médio.

Referência

Hecksher, Marcos. Valor Impreciso por Mês Exato: Microdados e Indicadores Mensais Baseados na PNAD Contínua. Nota Técnica 62. IPEA.

5/ Entre elas, pode-se destacar a Medida Provisória (MP) 944, que estabelece linhas de crédito para custeio da folha de pagamento, e a MP 936, que prevê suspensão da jornada de trabalho e salário (há atualmente mais de 9 milhões de trabalhadores nessas condições).

Revisão da projeção do PIB para 2020

Este boxe atualiza as projeções do Banco Central para a variação do Produto Interno Bruto (PIB) em 2020, incorporando os resultados das Contas Nacionais para o primeiro trimestre do ano e o conjunto de indicadores disponíveis para o trimestre em curso.

A projeção central para o PIB em 2020 foi revisada significativamente, passando de estabilidade (em relação ao PIB de 2019), apresentada no Relatório de Inflação (RI) anterior, para recuo de 6,4%. A alteração da projeção está associada, essencialmente, ao avanço e à duração da pandemia da Covid-19 em território nacional, com a consequente adoção, a partir da segunda quinzena de março, de medidas de isolamento social no país. A magnitude desses dois fatores tem superado significativamente o que se esperava na data de corte do último RI.

A projeção para o PIB anual considera que o recuo no segundo trimestre será o maior observado desde 1996, início do atual Sistema de Contas Nacionais Trimestrais. Espera-se que tal contração seja seguida de recuperação gradual nos dois últimos trimestres do ano, repercutindo diminuição paulatina e heterogênea do distanciamento social e de seus efeitos econômicos.

No âmbito da oferta, o crescimento esperado da agropecuária foi reduzido de 2,9%, no último RI, para 1,2%. Essa redução reflete menores expansões nos levantamentos para a safra de grãos e, principalmente, na estimativa para o desempenho da pecuária, em razão dos impactos da pandemia sobre a demanda interna e externa por proteínas.

A previsão para a variação do setor industrial foi reduzida de -0,5% para -8,5%, com perspectiva de recuo em todas as atividades em função de efeitos do surto da Covid-19 maiores do que os antecipados anteriormente. A projeção para o desempenho da indústria de transformação passou de variação de -1,3% para -12,8%, motivada pela maior retração na demanda final, principalmente por bens de consumo duráveis e de capital, além da redução na oferta resultante das medidas de distanciamento social. A variação estimada para a produção da indústria extrativa recuou de 2,4% para estabilidade, ante expectativa de menor demanda por minério de ferro e petróleo, em cenário de maior desaceleração mundial. A construção deve apresentar retração de 6,7%, comparativamente à projeção de recuo de 0,5% feita em março, repercutindo comportamento de maior cautela das famílias e dos empresários do setor, além de diminuição no ritmo de algumas obras pela necessidade de adoção de protocolos especiais para prevenir contágio pelo novo coronavírus.

Estima-se queda de 5,3% no setor terciário em 2020, ante estabilidade projetada em março. Destacam-se as revisões em setores mais afetados por medidas de restrição de mobilidade: o comércio de -0,7% para -10,8%; transporte, armazenagem e correio, de -1,2% para -13,4%; e outros serviços – que engloba atividades como alojamento, alimentação fora de casa e atividades artísticas – de -1,1% para -9,4%. Segmentos como administração pública e aluguéis, com significativa representação no setor terciário, tendem a ser menos impactados.

Com relação aos componentes domésticos da demanda agregada, espera-se contração expressiva do consumo das famílias, apesar da magnitude das medidas governamentais de transferência de renda. Em relação ao último RI, a projeção foi revista de crescimento de 0,8% para queda de 7,4% em virtude dos impactos maiores do que os antecipados anteriormente da pandemia sobre o comportamento dos consumidores e a evolução da massa de rendimentos do trabalho, além dos efeitos decorrentes das medidas de distanciamento social e de restrições à mobilidade.

A perspectiva de efeitos mais pronunciados da pandemia sobre a atividade econômica e incertezas elevadas em relação ao processo de retomada devem ocasionar postergação de decisões de investimentos. Nesse contexto, a previsão para o desempenho anual da formação bruta de capital fixo (FBCF) mudou de -1,1% para -13,8%. A projeção para o consumo do governo permaneceu inalterada (0,2%). Apesar da estimativa de significativa perda de receitas, o governo deve preservar gastos essenciais em momento de crise¹.

As exportações e as importações de bens e serviços, em 2020, devem variar, na ordem, -8,1% e -11,1%, ante projeções respectivas de 0,9% e 0,6% apresentadas no RI anterior. A redução na projeção para exportações resulta da expectativa de menor demanda externa, especialmente por bens manufaturados, em virtude de reavaliação da atividade econômica global. Já a diminuição na estimativa para as importações reflete a redução nas projeções de crescimento da atividade doméstica, em especial da indústria de transformação e da FBCF, com o conseqüente decréscimo nas aquisições de insumos e de máquinas e equipamentos, bem como a perspectiva de redução do consumo das famílias.

Tendo em vista as novas projeções para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2020 são estimadas em -6,9 p.p. e 0,5 p.p., respectivamente.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	2019	Variação %	
		2020 ^{1/}	
		Anterior	Atual
Agropecuária	1,3	2,9	1,2
Indústria	0,5	-0,5	-8,5
Extrativa mineral	-1,1	2,4	0,0
Transformação	0,1	-1,3	-12,8
Construção civil	1,6	-0,5	-6,7
Prod./dist. de eletricidade, gás e água	1,9	0,2	-3,8
Serviços	1,3	0,0	-5,3
Comércio	1,8	-0,7	-10,8
Transporte, armazenagem e correio	0,2	-1,2	-13,4
Serviços de informação	4,1	2,4	-4,0
Interm. financeira e serviços relacionados	1,0	1,4	0,7
Outros serviços	1,3	-1,1	-9,4
Atividades imobiliárias e aluguel	2,3	1,1	-1,2
Adm., saúde e educação públicas	0,0	0,2	0,1
Valor adicionado a preços básicos	1,1	0,1	-5,6
Impostos sobre produtos	1,5	-0,2	-10,9
PIB a preços de mercado	1,1	0,0	-6,4
Consumo das famílias	1,8	0,8	-7,4
Consumo do governo	-0,4	0,2	0,2
Formação bruta de capital fixo	2,2	-1,1	-13,8
Exportação	-2,5	0,9	-8,1
Importação	1,1	0,6	-11,1

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

1/ Observe-se que aumentos de transferências de renda governamentais não constituem, no âmbito das contas nacionais, consumo do governo.

Panorama do mercado de crédito

A pandemia da Covid-19 e as medidas de distanciamento social afetaram abruptamente o faturamento das empresas e a renda dos indivíduos, com impactos relevantes também no mercado de crédito. Nesse contexto, este boxe analisa a evolução das novas operações de crédito segmentando o mercado em componentes que revelam comportamentos heterogêneos e ressaltando elementos que se destacam por sua intensidade ou peculiaridade.

Conjuntura pré-Covid

O mercado de crédito no país crescia impulsionado pelo segmento de crédito com recursos livres, destacando-se a evolução dos financiamentos às pessoas físicas, que alcançaram expansão de 16,6% em 2019, alavancada pelas operações de crédito consignado, financiamento de veículos e cartão de crédito à vista. O crédito para as empresas com recursos livres também apresentou crescimento vigoroso em 2019 (11,1%), e continuava registrando aceleração no primeiro bimestre de 2020, com destaque para as linhas de desconto de recebíveis, financiamento de veículos e capital de giro. Tal crescimento do crédito livre a pessoas jurídicas se concentrava em operações contratadas por empresas pequenas e médias, com as empresas grandes recorrendo a fontes de financiamento fora do sistema bancário – em particular, percebia-se volume crescente de emissões de títulos no mercado de capitais doméstico. No sistema bancário, as taxas de juros diminuía para empresas e famílias, e a inadimplência permancia em patamares baixos.

Observações sobre crises anteriores

Em períodos de crise, o esperado aumento da inadimplência influencia a aversão ao risco das instituições financeiras, podendo causar contração da oferta de crédito. Nesse cenário, bancos se tornam mais seletivos com novos empréstimos e tendem a cobrar taxas de juros maiores, comparativamente ao período anterior à crise. A demanda de crédito, contudo, pode seguir padrões diferentes para pessoas físicas e jurídicas, a depender, entre outros fatores, do nível de alavancagem antes da crise.

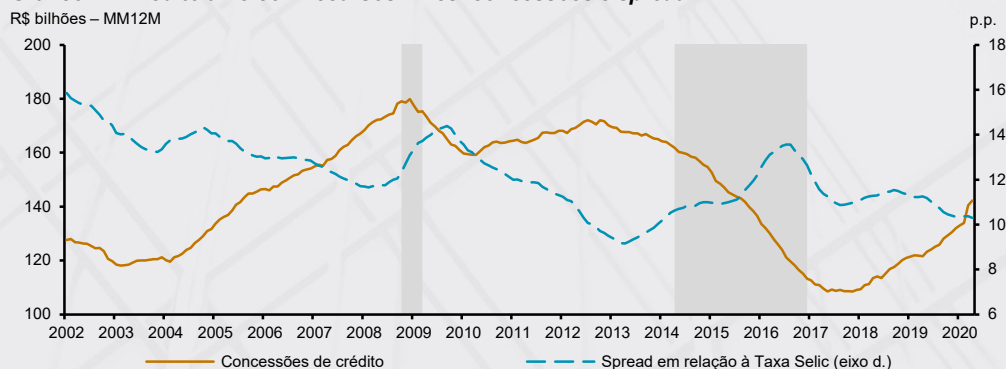
Os Gráficos 1 e 2 apresentam concessões de crédito e *spread* em relação à taxa Selic para modalidades representativas do crédito livre às pessoas jurídicas e físicas¹, respectivamente, desde janeiro de 2002. Os períodos das duas últimas crises estão marcados pelas áreas sombreadas em cinza². Em ambos os gráficos percebe-se contração das concessões e elevação do *spread* nas duas últimas crises para pessoas físicas e

1/ Para pessoas jurídicas, o Gráfico 1 considera as concessões totais com recursos livres, excetuando-se cartão de crédito à vista e arrendamento mercantil. Por não haver série de taxa de juros para esse segmento desde fev/2001, considera-se no *spread* a taxa de juros do capital de giro, modalidade mais importante do segmento. Para pessoas físicas, o Gráfico 2 considera as concessões de veículos e crédito pessoal total, que compõem a maior parte do saldo de recursos livres para pessoas físicas, bem como a taxa de juros dessas modalidades ponderada por suas respectivas concessões.

2/ Os dois últimos períodos de crise foram definidos de acordo com o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace) da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

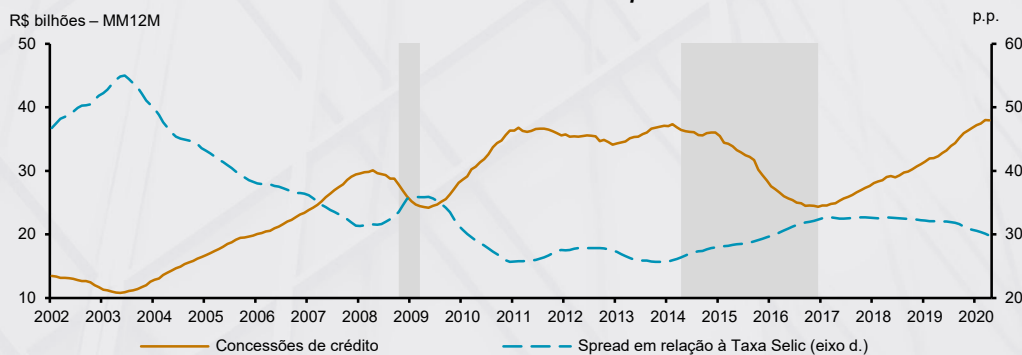
jurídicas.³ As seções a seguir apresentam de forma detalhada a dinâmica do crédito em 2020, particularmente sob o cenário da pandemia da Covid-19.⁴

Gráfico 1 – Crédito a PJ com recursos livres: concessões e *spread* ^{1/}



1/ Concessões em valores de 2019 (IPCA); *spread* referente apenas à modalidade capital de giro.

Gráfico 2 – Crédito a PF com recursos livres: concessões e *spread* ^{1/}



1/ Concessões de crédito pessoal e financiamento de veículos em valores de 2019 (IPCA).

Crédito bancário na pandemia da Covid-19

A partir da segunda quinzena de março, a média diária das concessões de crédito⁵ a pessoas físicas com recursos livres recuou de mais de R\$ 2,0 bilhões para valor próximo a R\$ 1,5 bilhão, voltando, a partir de meados de abril, ao patamar nominal observado em igual período de 2019 (Gráfico 3), ressaltando-se elevação na participação dos bancos públicos nos novos empréstimos. Foram percebidos maiores efeitos negativos nas concessões de cartão de crédito à vista e financiamento de veículos, modalidades bastante sensíveis ao ciclo econômico. No primeiro caso, dados mensais consolidados revelaram queda de 9,9% no segundo bimestre de 2020, em relação ao mesmo período do ano passado, ante crescimento de 15,0% no primeiro bimestre. No segundo, observou-se queda de 42,8% na média diária do financiamento de veículos entre março e maio de 2020, em

- 3/ Os dados de concessões de crédito na modalidade de cheque especial apresentam elevação de 2002 a meados de 2011, com subsequente tendência de queda até 2018. O movimento dessa modalidade de crédito emergencial, portanto, parece pouco perturbado pelas crises apresentadas nos Gráficos 1 e 2, motivo pelo qual não foram apresentados os comportamentos de modalidades emergenciais em crises passadas nessa seção.
- 4/ É importante observar que essa digressão apresenta informações de forma resumida. Outros elementos, como variação na composição dos devedores, atuação contracíclica de bancos públicos, substituição do crédito bancário por outras fontes de financiamento, etc, podem se confundir com os efeitos provocados pelas crises sobre as concessões de crédito e taxas de juros.
- 5/ Os Gráficos 3 a 12 se baseiam em informações diárias extraídas do Documento 3050 – Estatísticas Agregadas de Crédito e Arrendamento Mercantil. As informações mais recentes desses gráficos são preliminares, portanto podem divergir das Estatísticas Monetárias e de Crédito, divulgadas mensalmente pelo Banco Central. Não foi realizado ajuste sazonal nas informações apresentadas neste box. Para facilitar a comparação, foram incluídas informações referentes a 2019 nos Gráficos 3 a 25. Os Gráficos 3 e 8 apresentam pequenas diferenças em relação aos dados semanais publicados na página do BCB na internet no informativo Evolução Recente do Crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN), por não incluírem as modalidades de cartão de crédito rotativo e conta garantida, e incluírem revisões e imputações de informações ausentes.

comparação ao mesmo período do ano anterior (Gráfico 4).⁶ Há, adicionalmente, recuperação do volume de financiamento de veículos a partir de abril, mas ainda muito abaixo do patamar pré-crise.

Em mesmo sentido, verifica-se redução das modalidades de crédito emergencial a pessoas físicas, definidas neste box por financiamentos com cartão de crédito rotativo e cheque especial (Gráfico 5). Ao contrário das modalidades anteriores, os financiamentos emergenciais reagiram à crise com defasagem, uma vez que as concessões descolaram de valores similares aos verificados em 2019 apenas a partir dos últimos dez dias de abril.

Ainda no segmento de crédito livre a pessoas físicas, destaca-se o crescente volume de crédito vinculado a composição de dívida, modalidade que captura renegociações de dívidas que podem envolver mais de uma modalidade de crédito (Gráfico 6)⁷. A média diária dessas operações cresceu 164,6% a partir da segunda quinzena de março, em comparação à média diária de 2020 anterior a esse período, com aumento da participação dos bancos privados.

O Gráfico 7 apresenta o *spread* em relação à Taxa Selic das taxas de juros do crédito pessoal e do financiamento de veículos, duas das principais modalidades do crédito livre a pessoas físicas. Observa-se nível de *spread* menor em 2020 em comparação a 2019, diferença que aumenta a partir de meados de março.

Em conjunto, as informações apresentadas para o crédito bancário a pessoas físicas nos períodos iniciais da crise atual corroboram a dinâmica do crédito observada nas duas crises anteriores no que concerne ao volume de novos recursos, mas não em relação ao *spread*.

Gráfico 3 – Concessões a PF com recursos livres

Exclui cartão de crédito e cheque especial

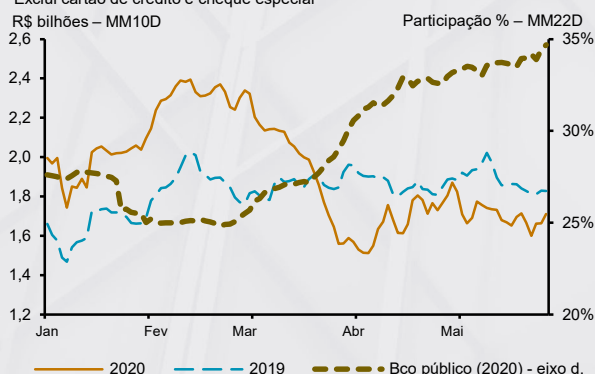


Gráfico 4 – Concessões a PF: Financ. de veículos

R\$ milhões – MM10D

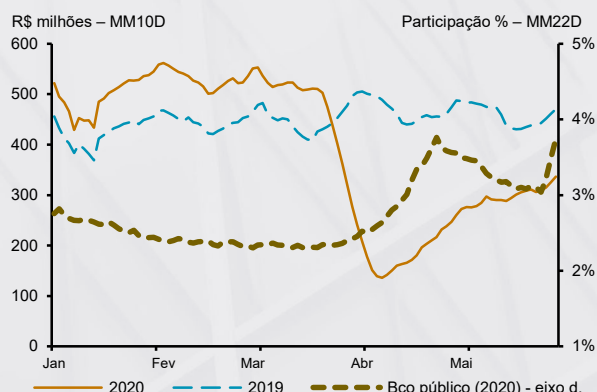


Gráfico 5 – Concessões a PF: modalidades emergenciais

Inclui cartão de crédito rotativo e cheque especial

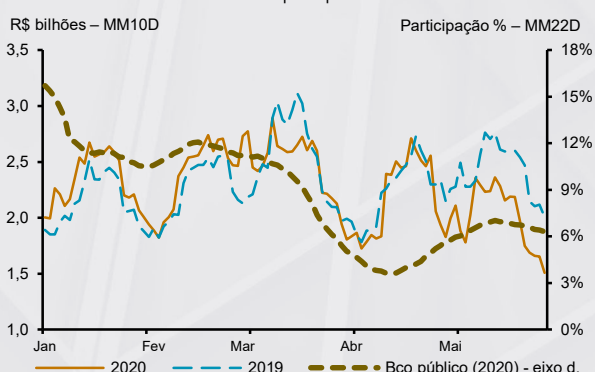
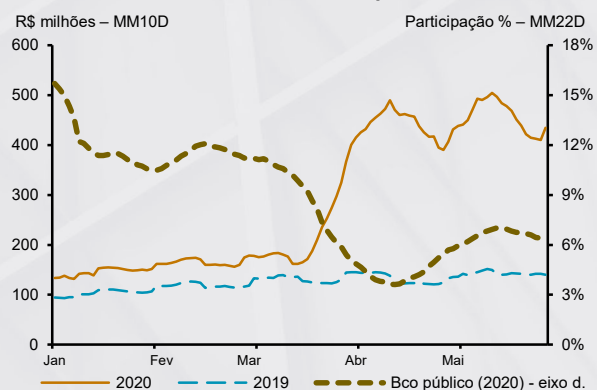


Gráfico 6 – Concessões a PF: Composição de dívida

R\$ milhões – MM10D



6/ Não estão disponíveis dados diários de concessão do cartão de crédito à vista, motivo pelo qual não foram apresentados no mesmo formato dos demais gráficos desse box.

7/ São incluídas nessa categoria as renegociações em que se pactua um novo contrato em uma modalidade de crédito distinta da anterior. As renegociações de operações vencidas que ocorram na mesma modalidade de crédito não sensibilizam essa série temporal. Importante notar que essa série não integra as concessões de crédito livre total, por não se tratar de recurso adicional para as famílias.

O crédito bancário às empresas neste início de crise mostrou, em linhas gerais, comportamento distinto das duas crises anteriores: forte elevação do volume de novas operações (Gráfico 8) e *spread* próximo ao verificado ao longo de 2019 e no primeiro bimestre de 2020 (Gráfico 9)⁸. A elevação das concessões a partir da segunda quinzena de março se destaca pela intensidade. Considerando dados mensais consolidados, as concessões financiadas com recursos livres para empresas registraram nesse mês crescimento de 59,6%, maior variação mensal da série histórica.

Gráfico 7 – Crédito a PF com rec. livres: *Spread* em relação à Selic^{1/}

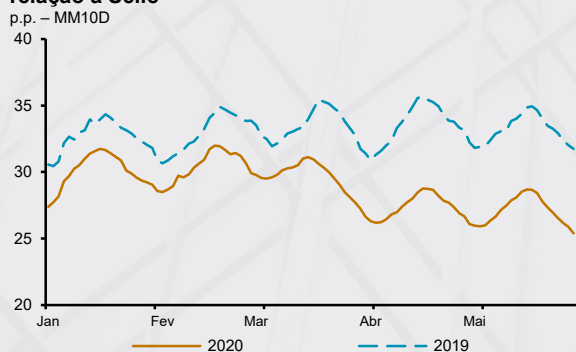
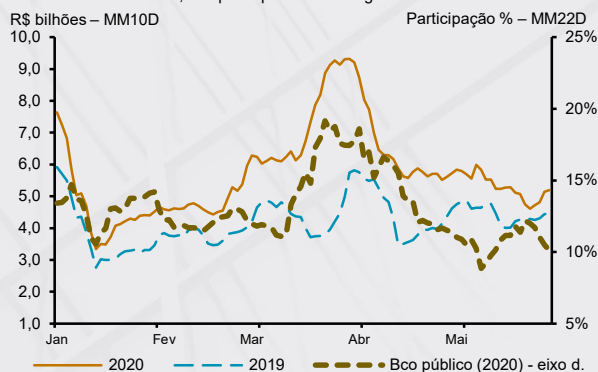


Gráfico 8 – Concessões a PJ com recursos livres

Exclui cartão de crédito, cheque especial e conta garantida



Quando desagregadas em suas principais modalidades, observam-se expressivas elevações nas novas operações para capital de giro (Gráfico 10), desconto de recebíveis (Gráfico 11) e financiamento a exportadores (Gráfico 12). Em conjunto, esses movimentos parecem indicar comportamento precaucional das empresas, que optaram por reforçar o caixa. No caso das modalidades voltadas a exportadores, esse movimento foi estimulado também pela depreciação do câmbio no período, o que impulsionou as firmas exportadoras a anteciparem recebíveis em moeda estrangeira considerando a taxa de câmbio favorável. A partir de meados de abril, as novas operações de financiamento a exportadores e desconto de recebíveis retornaram a valores próximos aos observados em 2019, possivelmente refletindo, no segundo caso, o impacto da crise sobre a atividade comercial e, conseqüentemente, sobre o fluxo de recebíveis. Em todas as modalidades, há elevação da parcela financiada por bancos públicos na segunda metade de março, com subsequente normalização em período posterior.

Gráfico 9 – Crédito a PJ com rec. livres: *Spread* em relação à Selic^{1/}

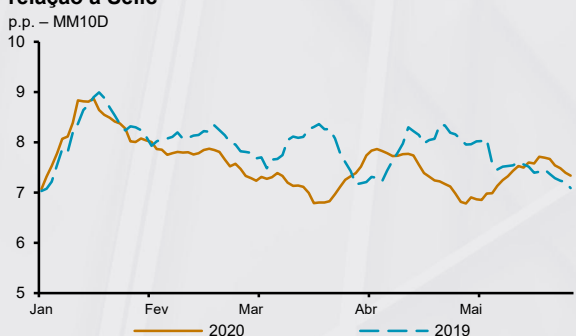
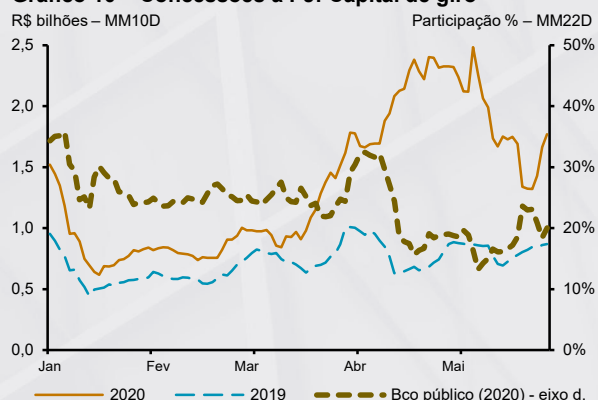
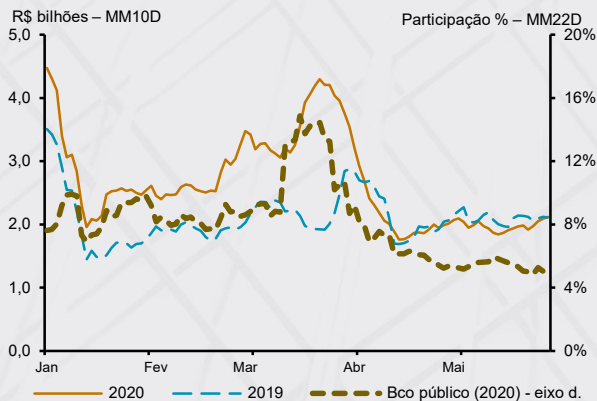
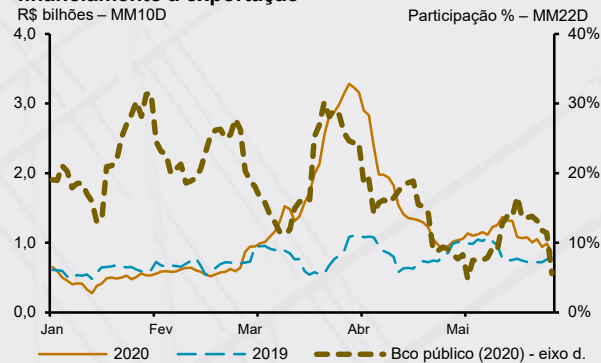


Gráfico 10 – Concessões a PJ: Capital de giro



8/ O cálculo do *spread* considera as taxas de juros das modalidades capital de giro, modalidades voltadas a exportadores (Adiantamento de Contratos de Câmbio – ACC e financiamento a exportação) e desconto de recebíveis (duplicatas e outros recebíveis, faturas de cartão de crédito e cheques).

Gráfico 11 – Concessões a PJ: Desc. de recebíveis**Gráfico 12 – Concessões PJ: ACC e financiamento à exportação**

Segregando o crédito bancário livre a pessoas jurídicas por porte das empresas, considerando três faixas de faturamento anual (até R\$360 mil, entre R\$360 mil e R\$10 milhões, e acima de R\$10 milhões), observa-se que a expansão acentuada de novas operações verificada no final de março esteve concentrada em empresas médias e grandes, com faturamento superior a R\$ 10 milhões por ano (Gráficos 13 a 15)⁹. No período, a média diária das operações contratadas por esse grupo aumentou de, aproximadamente, R\$ 3,5 bilhões para R\$ 6,0 bilhões, arrefecendo ao longo de abril, mas mantendo-se ainda em patamar significativamente acima do observado em 2019 e no primeiro bimestre de 2020. Em parte, esse movimento é associado ao retorno de grandes empresas, que vinham privilegiando captações no exterior e emissões de dívida no mercado de capitais interno ao crédito bancário. Por sua vez, as novas operações de micro (até R\$360 mil) e pequenas empresas (entre R\$360 mil e R\$10 milhões) mantiveram em março o mesmo nível verificado ao longo do primeiro bimestre de 2020 e se elevaram a partir do dia 10 de abril. Para os três grupos de firmas, nota-se que a elevação no volume de novas operações esteve associada ao aumento do valor médio das operações, com o número de firmas em cada grupo permanecendo estável em relação ao primeiro bimestre de 2020.

Os *spreads* das taxas de juros das novas operações de crédito em relação à taxa Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) são apresentados nos Gráficos 16 a 18 para microempresas, pequenas empresas e médias ou grandes empresas, respectivamente.¹⁰ À primeira vista, nota-se, como esperado, que as taxas de juros são inversamente proporcionais ao tamanho da empresa. Adicionalmente, os gráficos apontam ligeira elevação do *spread* a partir de meados de março para empresas com faturamento acima de R\$ 360 mil, mas ainda em patamares próximos aos do mesmo período de 2019 e ao do primeiro bimestre de 2020. Não há evidência de elevação do *spread* para microempresas. Em conjunto, essas informações preliminares na crise atual indicam que, até o momento, não houve aumento relevante do *spread*.

Em parte, a ausência de efeitos mais pronunciados no *spread* guarda relação com a oferta de garantias oferecidas nas operações de crédito. Como apontam os Gráficos 19 a 21, houve elevação do percentual de firmas que ofereceram garantias nas novas operações de crédito a partir de abril quando considerados cada grupo de firmas separadamente.

9/ É importante notar que, diferentemente do apresentado nos demais gráficos, as informações de crédito por porte de firma apresentadas neste boxe são extraídas do Sistema de Informações de Crédito (SCR), que contém o estoque das operações de crédito no último dia de cada mês. As informações de fluxos de crédito derivadas dessa base se baseiam nas hipóteses de que a concessão ocorreu no dia de registro da operação de crédito e de que o valor concedido se refere à dívida da operação de crédito no fim do mês. Portanto, esse procedimento subestima o valor efetivo das concessões de duas formas: i) subestimam o montante das operações de prazo curto, que têm data de contratação e de liquidação no mesmo mês; ii) excluem operações cuja data de contratação e data de desembolso ocorrem em meses diferentes. Ressalte-se ainda que o dado de faturamento da empresa no SCR é obtido de informação auto declarada pelo devedor, não necessariamente verificada pela instituição financeira. Não obstante, considerou-se a informação pertinente para a classificação de porte das empresas em apenas três grupos neste exercício, permitindo uma visão abrangente da evolução desses segmentos.

10/ As taxas de juros utilizadas no cálculo dos *spreads* de que tratam os Gráficos 16 a 18 se referem às concessões de crédito das modalidades financiadas com recursos livres – à exceção de cartão de crédito, cheque especial e conta garantida – ponderadas pelos respectivos valores das concessões.

Gráfico 13 – Concessões de crédito a empresas com faturamento até R\$360 mil

R\$ milhões – MM10D

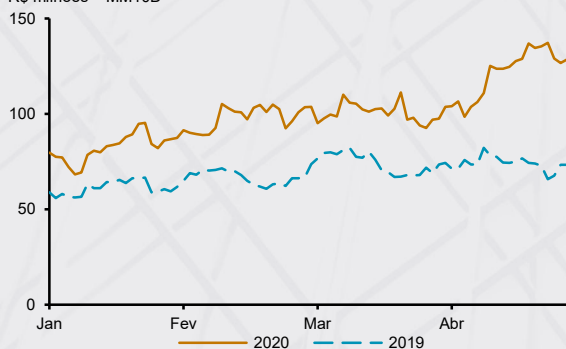


Gráfico 14 – Concessões de crédito a empresas com faturamento entre R\$360 mil e R\$10 milhões

R\$ milhões – MM10D

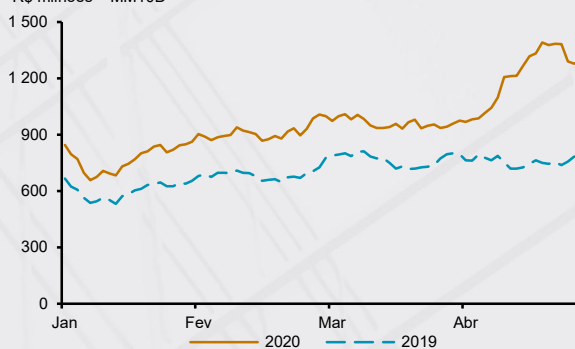


Gráfico 15 – Concessões de crédito a empresas com faturamento superior a R\$10 milhões

R\$ milhões – MM10D

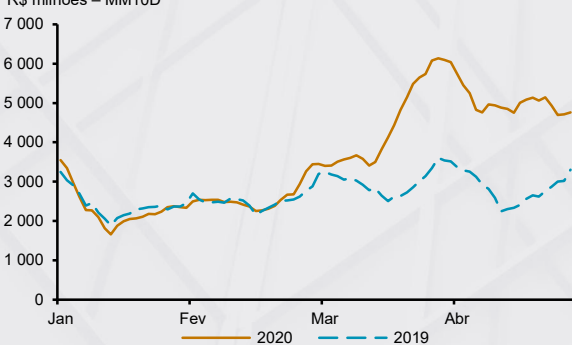
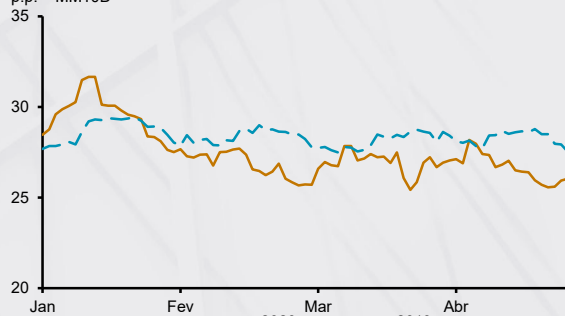


Gráfico 16 – Spread das empresas com faturamento até R\$360 mil^{1/}

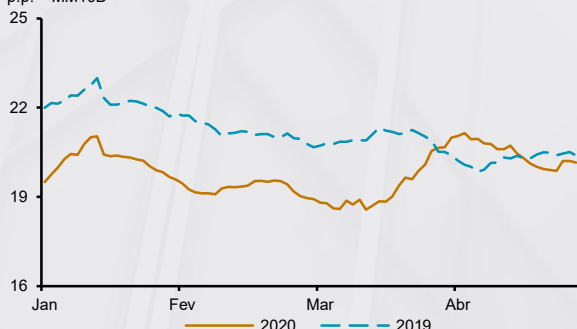
p.p. – MM10D



1/ Spread em relação à Selic. Exclui cartão de crédito, chq. esp. e conta gar.

Gráfico 17 – Spread das empresas com faturamento entre R\$360 mil e R\$10 milhões

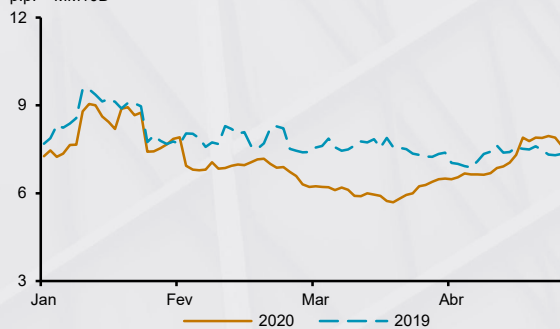
p.p. – MM10D



1/ Spread em relação à Selic. Exclui cartão de crédito, chq. esp. e conta gar.

Gráfico 18 – Spread das empresas com faturamento superior a R\$10 milhões

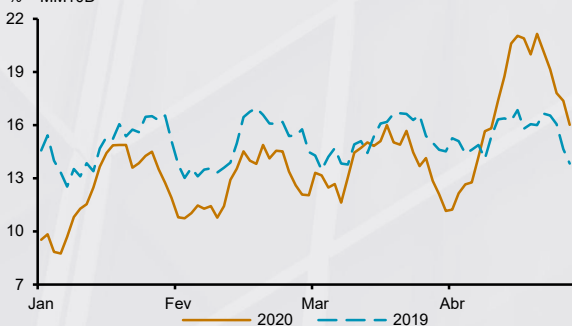
p.p. – MM10D



1/ Spread em relação à Selic. Exclui cartão de crédito, chq. esp. e conta gar.

Gráfico 19 – Percentual de garantia nas concessões – Empresas com faturamento até R\$360 mil^{1/}

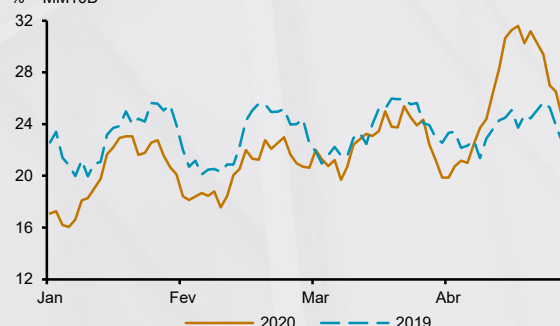
% – MM10D



1/ Fração de empresas que apresentaram garantias nas novas operações.

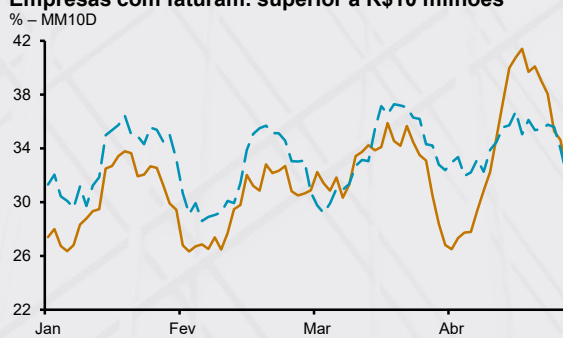
Gráfico 20 – Percentual de garantia nas concessões – Empresas com fatur. entre R\$360 mil e R\$10 milhões^{1/}

% – MM10D



1/ Fração de empresas que apresentaram garantias nas novas operações.

Gráfico 21 – Percentual de garantia nas concessões – Empresas com faturam. superior a R\$10 milhões



1/ Fração de empresas que apresentaram garantias nas novas operações.

Dívida corporativa não bancária

A exemplo das concessões de crédito para empresas no SFN, as operações de dívida externa e a colocação de dívida corporativa no mercado doméstico de capitais também apresentaram rápido aumento a partir do segundo bimestre de 2020. As novas operações de dívida externa (medida em dólares)¹¹ aumentaram no período de maior estresse das condições financeiras, próximo ao fim de março (Gráfico 22)¹². Em um segundo momento, após defasagem que reflete, em parte, o tempo necessário à colocação de novos títulos de dívida no mercado de capitais, observou-se incremento das emissões de debêntures e notas comerciais (Gráfico 23), com elevação do percentual dessas emissões encarteiradas pelos bancos. As novas operações arrefeceram em ambos os mercados a partir de maio, registrando valores inferiores aos observados no mesmo período de 2019. Diferentemente do ocorrido no SFN, observou-se aumento do número de empresas realizando operações nesses mercados no segundo bimestre de 2020.

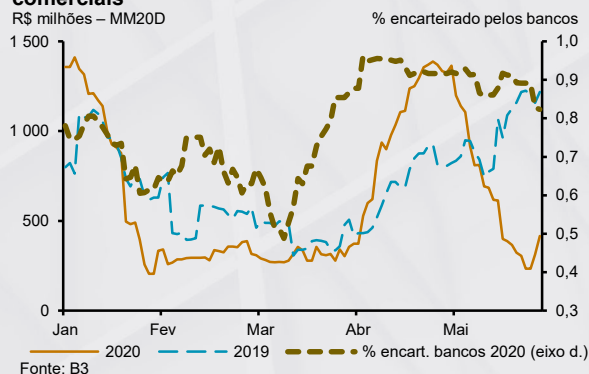
Gráfico 22 – Novas operações de dívida externa

Dados cadastrais do sistema RDE-ROF
US\$ milhões – MM20D



Gráfico 23 – Emissões de debêntures e notas comerciais

R\$ milhões – MM20D



11/ Considera dados cadastrais do Registro Declaratório Eletrônico – Registro de Operações Financeiras (RDE-ROF) de empréstimos (inclusive entre operações de empresas do mesmo conglomerado econômico), créditos comerciais e emissões de títulos de dívida. São desconsideradas operações feitas por instituições financeiras domésticas quando se analisam operações no exterior e no mercado de capitais doméstico.

12/ Por se tratarem de mercados mais restritos, com número menor de operações diárias e, conseqüentemente, séries temporais mais voláteis, os gráficos dessa seção são apresentados em médias móveis diárias de 20 dias úteis.

Gráfico 24 – Spread das op. ext. em relação à Libor

Dados cadastrais do sistema RDE-ROF
p.p. – MM20D

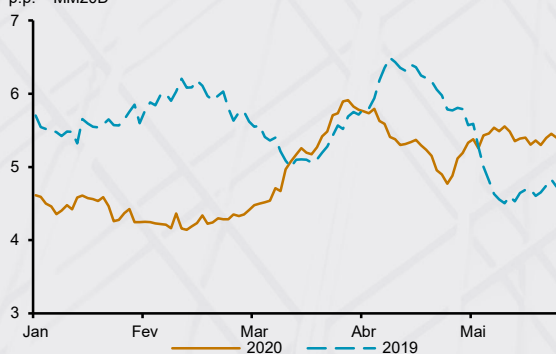
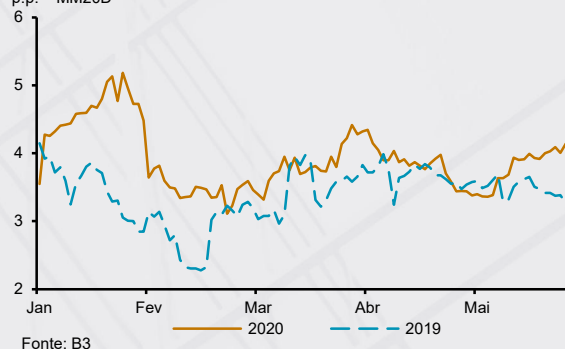


Gráfico 25 – Spread de debêntures e notas comerciais em relação à Selic

p.p. – MM20D



Fonte: B3

O *spread* das novas operações no exterior (em relação à Libor) e no mercado de capitais doméstico (em relação à Selic) aumentaram a partir do segundo bimestre de 2020 (Gráficos 24 e 25). Em ambos os casos, contudo, os *spreads* permaneceram posteriormente em patamares próximos aos verificados no mesmo período de 2019¹³. Importante notar que essas informações são relativamente voláteis em função do reduzido número de novas captações que caracterizam as operações fora do mercado de crédito bancário.

Conclusão

Os efeitos preliminares da crise sanitária da Covid-19 sobre o mercado de crédito foram expressivos. Pelo lado das famílias, houve sensível retração nos financiamentos de veículos, acompanhada de forte alta das renegociações. Já para as empresas, observou-se protagonismo do crédito bancário, diferindo da dinâmica do período anterior à crise. A alta das concessões refletiu, inicialmente, o comportamento das médias e grandes empresas. Porém, a partir de meados de abril, observou-se crescimento nas concessões para micro e pequenas empresas. Houve elevação temporária nas operações de financiamento de empresas no mercado externo e no mercado de capitais, com queda para patamares inferiores aos de 2019 a partir de maio. Salvo movimentos pontuais, não há elevação pronunciada e persistente do *spread*.

Por brevidade, outros aspectos do crédito não foram abordados, mas merecem atenção. Observa-se crescimento do saldo de crédito direcionado, após vários anos de perda de participação no crédito bancário. Em parte, a recente expansão reflete as medidas de postergação de pagamento de dívidas imobiliárias e de obrigações junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Programas de crédito específicos, como o Programa Especial de Sustentação do Emprego (PESE) e o Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe), devem reforçar esse movimento ao longo de 2020. No que tange aos indicadores de inadimplência, se percebe efeito modesto da crise atual, refletindo, em parte, as políticas de repactuação e postergação de dívidas das instituições financeiras. Por fim, nota-se encurtamento da dívida bancária das empresas a partir de março, fenômeno usual em momentos de estresse.

13/ As informações sobre *spreads* apresentadas nesse box consideram taxas de juros calculadas de acordo com a metodologia descrita no box “Custo do financiamento às pessoas jurídicas”, divulgado no Relatório de Inflação de setembro de 2018.

Revisão da projeção de crédito

Este boxe apresenta a revisão das projeções de crescimento do saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2020, desagregadas nos segmentos de pessoas jurídicas e físicas, e de recursos livres e direcionados (Tabela 1). As novas estimativas incorporam as informações de crédito divulgadas desde o Relatório de Inflação publicado em março de 2020, assim como a evolução recente da conjuntura econômica externa e interna, impactadas expressivamente pela pandemia da Covid-19, e suas perspectivas.

Tabela 1 – Saldo de crédito

	Var % em 12 meses			
	Ocorrido			Projeção
	2018	2019	Abr 2020	2020
Total	5,1	6,5	9,6	7,6
Livres	10,9	14,1	17,4	10,6
PF	11,6	16,6	11,5	6,5
PJ	10,1	11,1	24,7	15,6
Direcionados	-0,9	-2,4	0,3	3,5
PF	5,4	6,6	7,6	5,0
PJ	-8,1	-14,0	-9,9	1,0
Total PF	8,6	11,9	9,7	5,8
Total PJ	1,2	-0,1	9,5	10,0

Em comparação ao Relatório anterior, houve uma reavaliação na projeção de crescimento do estoque total de crédito em 2020, que foi elevada de 4,8% para 7,6%, com redução na estimativa para a variação no saldo dos créditos destinados a pessoas físicas, de 7,8% para 5,8%, e aumento expressivo na variação no saldo dos empréstimos às pessoas jurídicas, de 0,6% para 10,0%. De forma geral, essa revisão incorpora os efeitos do aumento acentuado na demanda das empresas por crédito, refletindo o comportamento precaucional ante o aumento das adversidades impostas pela pandemia da Covid-19 e a necessidade de caixa da grande maioria das empresas decorrente da queda nas vendas.

Ainda em relação ao estoque de crédito a pessoas jurídicas, houve aumento na projeção de crescimento do segmento de recursos livres (de 6,0% para 15,6%), a despeito da deterioração do cenário prospectivo para a atividade econômica. Essa alteração se fundamenta na perspectiva de maior demanda de crédito das empresas, movimento que começou a ser percebido a partir da segunda quinzena de março, quando as firmas buscaram constituir liquidez para lidar com o agravamento da crise. A expectativa de depreciação do câmbio, em relação a 2019, ainda que abaixo da observada no segundo bimestre, também deve contribuir para elevação do crédito nesse segmento, tanto por seu impacto direto sobre os contratos que possuem encargos em moeda estrangeira, quanto pelo estímulo conferido a exportadores para antecipação de vendas ao exterior. Adicionalmente, a intensificação de captações no SFN por parte de grandes empresas, *vis-à-vis* operações no exterior e no mercado de capitais doméstico, deve impulsionar o crédito bancário das empresas ao longo de 2020. No que tange aos empréstimos com recursos direcionados às empresas, projeta-se expansão de 1,0%, ante estimativa anterior de retração de 8,0% do saldo. A reversão na tendência decorre tanto dos programas de suspensão nos pagamentos das parcelas dos financiamentos em vigor, com destaque para as postergações de pagamento anunciadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento

Econômico e Social (BNDES), como pelo aumento esperado nas novas linhas criadas para combater os efeitos da pandemia, como os empréstimos no âmbito do PESE¹, PEAC², Pronampe³, entre outros.

Os empréstimos para pessoas físicas financiados com recursos livres devem apresentar desaceleração, influenciados em parte pela postergação de gastos não essenciais, neste contexto de crise, e pelo adiamento de decisões de consumo. Os primeiros dados mostram queda acentuada no saldo do cartão de crédito à vista e reversão na trajetória dos financiamentos de veículos, modalidades sensíveis ao ciclo econômico, que apresentaram decréscimo no saldo em abril, repercutindo o recuo no volume de concessões. Os empréstimos consignados devem suavizar a desaceleração do crédito livre a pessoas físicas. Nesse contexto, o ritmo de expansão desse segmento em 2020 foi revisto para 6,5%, ante estimativa anterior de 10,0%. Em relação ao saldo de crédito com recursos direcionados às famílias, manteve-se a projeção de crescimento divulgada anteriormente em 5,0%, considerando que parte da desaceleração esperada nas concessões de financiamentos imobiliários, principal modalidade do grupo, deve ser compensada pela adesão dos mutuários aos acordos de suspensão de pagamentos de parcelas oferecidos pelos bancos.

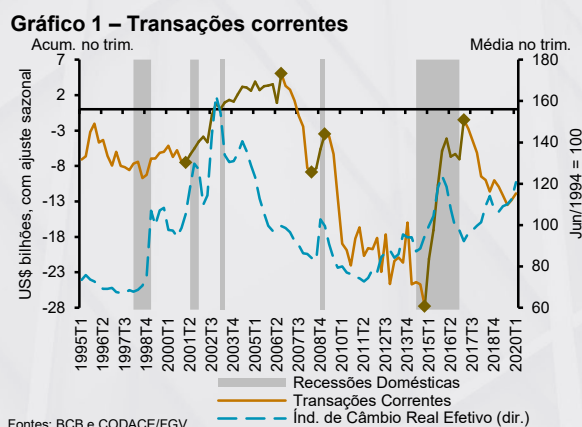
Em conjunto, a nova projeção de crescimento do estoque total de crédito em 2020 indica expansão superior à ocorrida em 2019. É importante notar que a projeção atual considera as diversas ações implementadas pelo SFN para mitigar os efeitos econômicos da pandemia, principalmente no segmento de pessoas jurídicas, cujas carteiras devem ter papel predominante para explicar o crescimento do crédito neste ano, revertendo a tendência de protagonismo do crédito bancário às famílias verificada desde 2008.

-
- 1/ Programa Emergencial de Suporte a Empregos, crédito emergencial para empresas, exclusivamente para pagamento da folha de salários de funcionários.
 - 2/ Programa Emergencial de Acesso ao Crédito, que tem o objetivo de facilitar o acesso de pequenas e médias empresas (PMEs) a novos empréstimos, através da concessão de garantias para agentes financeiros.
 - 3/ Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte, programa para facilitar o acesso de microempresas e empresas de pequeno porte a operações de crédito para investimentos e capital de giro.

Ciclos de ajuste nas contas externas

Ao final de 2019 havia expectativa de ampliação do *deficit* em conta corrente para 2020 em decorrência, sobretudo, da aceleração da atividade doméstica. Entretanto, a mudança brusca do cenário econômico global e doméstico, repercutindo os efeitos da pandemia da Covid-19, trouxe novas perspectivas para as contas externas, com impactos que já podem ser percebidos no desempenho recente. No acumulado em março e abril de 2020 registrou-se *superavit* de US\$4,3 bilhões em transações correntes, ante *deficit* de US\$4,6 bilhões no mesmo período do ano anterior. Com o objetivo de melhor compreender os possíveis desdobramentos da crise atual, este box aborda os principais movimentos de ajustes ocorridos nas contas externas brasileiras no período de 1995 a 2020.

Considerando o comportamento trimestral dessazonalizado do saldo em conta corrente¹ (Gráfico 1), foram escolhidos três períodos para análise. Dois deles – do 1º trimestre de 2001 ao 3º trimestre de 2006, e do 4º trimestre de 2014 ao 1º trimestre de 2017 – mostram ciclos longos de ajuste nas contas externas, enquanto o terceiro – do 2º trimestre de 2008 ao 1º trimestre de 2009 – exibe uma reversão importante, porém de curta duração no *deficit* em transações correntes.



Período I : 1º trimestre de 2001 ao 3º trimestre de 2006

Em 2001, a melhora no saldo em conta corrente foi acompanhada de retração significativa da atividade econômica doméstica no segundo e terceiro trimestres, reflexo, principalmente, da crise energética no país e da desaceleração econômica mundial. No ano seguinte, a crise Argentina tornou o cenário externo mais desafiador para as economias emergentes, especialmente para o Brasil, dada a considerável integração comercial entre os dois países. Esse cenário adicionado às incertezas derivadas da sucessão presidencial brasileira de 2002 contribuiu para a acentuada depreciação da taxa de câmbio real efetiva², que atingiu seu pico no 4º trimestre de 2002, e para nova recessão econômica no país no início de 2003. O fim do período de recessão, que durou apenas dois trimestres, e a longa expansão econômica que se seguiu ocorreram em

1/ Os saldos trimestrais de componentes selecionados do balanço de pagamentos foram dessazonalizados e posteriormente agregados para compor as contas em nível mais agregado. Tais resultados são, em sua maioria, muito semelhantes aos obtidos com a aplicação do ajuste sazonal diretamente nas séries agregadas.

2/ Foram utilizados dados da série 11752 do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central, presente no Gráfico 1.

cenário de aumento generalizado nos preços internacionais de *commodities*, movimento que se iniciou ainda no 1º semestre de 2002 e perdurou até meados de 2008³.

Nesse quadro macroeconômico, considerando dados dessazonalizados, o resultado em conta corrente passou de *deficit* de US\$7,5 bilhões no 1º trimestre de 2001 para *superavit* de US\$5,0 bilhões no 3º trimestre de 2006, totalizando ajuste de US\$12,5 bilhões ao longo de 23 trimestres. Esse aumento se deu principalmente via melhora do saldo comercial (Gráfico 2), refletindo dois movimentos distintos: 1) retração das importações no primeiro momento, impactadas pela fraca atividade doméstica; e 2) crescimento consistente das exportações a partir de meados de 2002 em linha com aumento global nos preços de *commodities*. Em relação ao financiamento externo, destaca-se a resiliência do investimento direto no país (IDP), que manteve entradas líquidas positivas, apesar dos níveis relativamente mais baixos entre o 3º trimestre de 2002 e o 2º trimestre de 2004 (Gráfico 3).

Gráfico 2 – Transações correntes
US\$ bilhões com ajuste sazonal

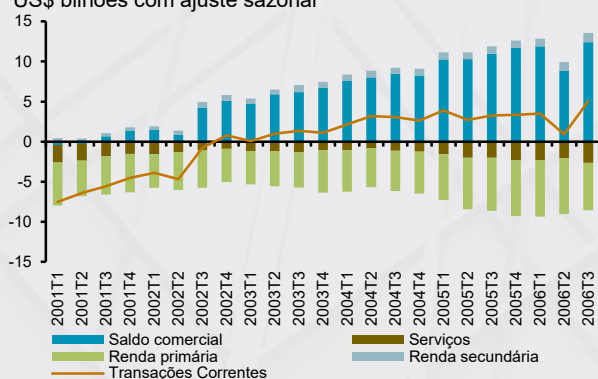
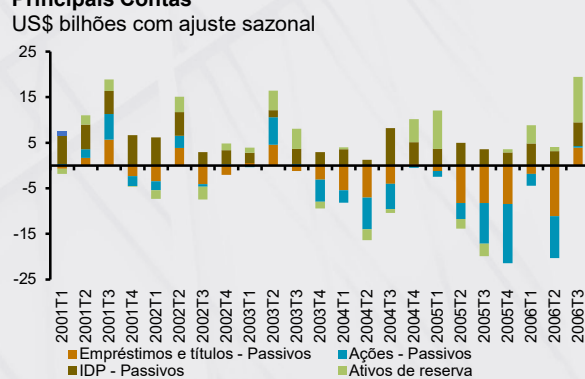


Gráfico 3 – Financiamento externo - Principais Contas
US\$ bilhões com ajuste sazonal



Período II : 2º trimestre de 2008 ao 1º trimestre de 2009

O período foi marcado pela crise econômica mundial, em decorrência da crise financeira iniciada no mercado imobiliário dos Estados Unidos. O impacto foi breve e agudo no Brasil: apenas dois trimestres de recessão com recuo acumulado de 5,5% do PIB. A taxa de câmbio real efetiva no período apresentou desvalorização máxima de 22,2% no 4º trimestre de 2008 e a partir de então passou a se valorizar. No lado financeiro, outra consequência da crise foi a redução na disponibilidade de financiamento para países emergentes, o que impactou o país, principalmente no 4º trimestre de 2008 e no 1º trimestre de 2009.

Diferentemente do período anterior, a renda primária foi a principal fonte de ajuste nas contas externas (Gráfico 4), marcada pela retração nas despesas de lucros e dividendos⁴. Nesse período, o *deficit* nas transações correntes passou de US\$8,9 bilhões para US\$3,5 bilhões, totalizando ajuste de US\$5,4 bilhões em quatro trimestres. O ajuste foi breve e, no último trimestre de 2009, o *deficit* já havia ultrapassado os valores anteriores ao ciclo de ajuste. No lado do financiamento externo (Gráfico 5), no 4º trimestre de 2008 e no 1º trimestre de 2009, houve redução dos ingressos de IDP; saídas líquidas de investimentos em ações, empréstimos e títulos; e redução na posição de ativos de reserva, mas a partir do 2º trimestre de 2009 as entradas de IDP; investimentos em ações; empréstimos e títulos, iniciaram trajetória ascendente. Destaca-se também que, assim como no ajuste anterior, em todo o período os ingressos líquidos de IDP foram positivos.

3/ Considerando dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), disponíveis em <https://www.imf.org/en/Research/commodity-prices>, o ciclo de alta nos preços das *commodities* citado foi interrompido em 2008 pela crise financeira internacional, porém a partir de 2009 os preços se recuperaram e ficaram em patamares elevados até meados de 2014.

4/ A compilação de lucros reinvestidos foi interrompida em 1999, por limitações das fontes de informações, sendo retomadas a partir de 2010. Para mais informações, consultar Nota Metodológica nº 3 – Investimentos diretos e renda primária (lucros), disponível em https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/Documents/notas_metodologicas/balanco_pagamentos/bpm6/nm3bpm6p.pdf

Gráfico 4 – Transações correntes
US\$ bilhões com ajuste sazonal

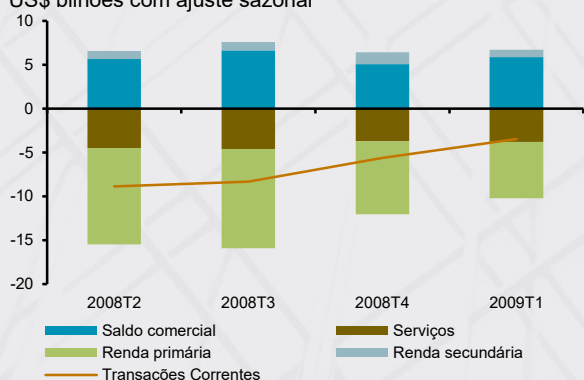
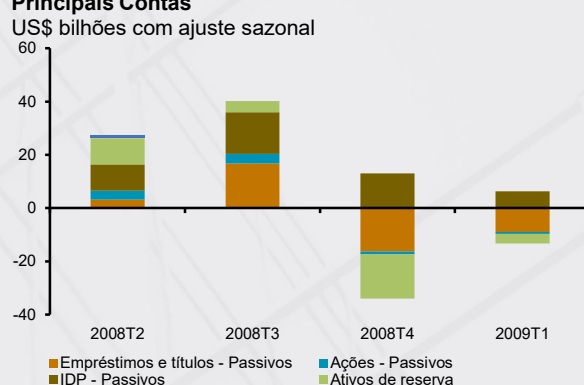


Gráfico 5 – Financiamento externo - Principais Contas
US\$ bilhões com ajuste sazonal



Período III : 4º trimestre de 2014 ao 1º trimestre de 2017

O período foi marcado pela maior e mais longa recessão econômica da história recente do país, com queda acumulada do PIB de 7,0% entre o 2º trimestre de 2014 e o 4º trimestre de 2016, em meio às elevadas incertezas políticas e ao aumento da percepção de risco sobre a situação fiscal. No cenário externo, os preços dos produtos exportados, em especial as *commodities*, continuavam o processo de retração iniciado em meados de 2014, atingindo seu menor valor no 1º trimestre de 2016. A taxa de câmbio real efetiva no período apresentou desvalorização máxima de 24,6% no 3º trimestre de 2015, porém a partir desse ponto passou a se valorizar, de tal modo que no 1º trimestre de 2017 já atingia patamar próximo ao do início do período.

Assim como no período I, a balança comercial foi a principal fonte de ajuste nas contas externas, influenciada pela queda na demanda por bens importados. As outras contas se mantiveram relativamente estáveis, exceto por pequena redução no *deficit* da conta de serviços (Gráfico 6). Como resultado, o *deficit* em conta corrente passou de US\$27,8 bilhões no 4º trimestre de 2014 para US\$1,5 bilhão no 1º trimestre de 2017, totalizando, em dez trimestres, o maior ajuste entre os períodos analisados (US\$26,3 bilhões). Há que se ressaltar, no entanto, que o nível do *deficit* em conta corrente nesse período também era maior. O financiamento externo no período foi sustentado pelas entradas de IDP, que se mantiveram em patamares elevados (Gráfico 7).

Gráfico 6 – Transações correntes
US\$ bilhões com ajuste sazonal

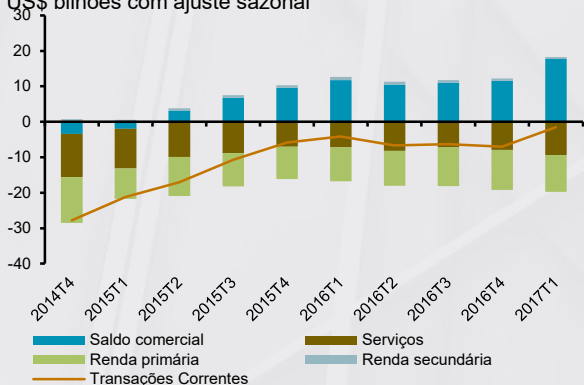
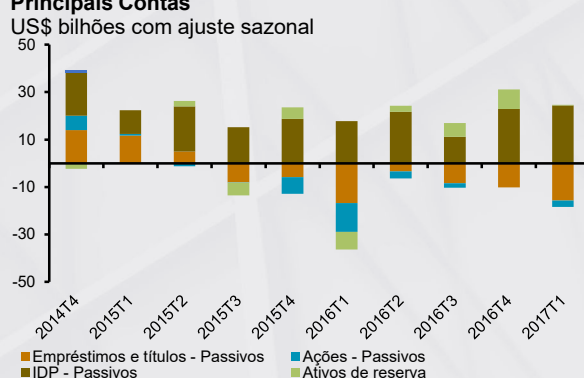


Gráfico 7 – Financiamento externo - Principais Contas
US\$ bilhões com ajuste sazonal



Comparação e perspectivas para o ciclo atual

A Tabela 1 resume os principais resultados encontrados para os três períodos analisados. O contexto atual reúne algumas características dos períodos de ajuste analisados, como volatilidade cambial e forte retração da atividade doméstica e internacional. Entretanto, há aspectos inéditos nesta crise, como o isolamento social, a restrição a viagens internacionais e as possíveis mudanças nas cadeias globais de valor. Por fim, a taxa de juros brasileira situa-se em seu menor patamar histórico.

Tabela 1 - Resumo dos ciclos de ajustes

	1T2001- 3T2006	2T2008- 1T2009	4T2014- 1T2017
Saldo TC início (US\$ bilhões)	-7,5	-8,9	-27,8
Saldo TC fim (US\$ bilhões)	5,0	-3,5	-1,5
Variação (US\$ bilhões)	12,5	5,4	26,3
Duração (trimestres)	23	4	10
Variação média por trimestre	0,5	1,3	2,6

Os dados de março e abril, bem como as estimativas preliminares de maio, já evidenciam importante ajuste nas contas externas. Porém, sua duração e intensidade estarão condicionadas à evolução da pandemia e do contexto macroeconômico. Considerando as peculiaridades dessa crise, as despesas líquidas com viagens mostraram os primeiros impactos: recuo de 82,2% no acumulado de março e abril deste ano, em relação ao mesmo período do ano passado. Assim como no episódio da crise financeira de 2008-09, a conta de lucros e dividendos também já sinalizou forte redução do *deficit* em março e abril.

Em relação aos fluxos de bens, as exportações refletiram relevante redução das vendas de manufaturados, parcialmente compensada pelo aumento no valor das vendas de bens básicos – ainda que influenciadas por preços internacionais de *commodities* em queda. No lado das importações, a forte retração na demanda doméstica por bens importados foi contrabalançada, em parte, pelo aumento das operações no âmbito do Repetro⁵.

Na conta financeira, destacam-se saídas recordes de investimentos em carteira passivo⁶ em março e redução expressiva dos ingressos líquidos de IDP em abril⁷. Entretanto, estes ainda estão positivos, como observado nos períodos analisados neste box, e mostram sinais de melhora em maio, porém ainda em patamar inferior ao observado em 2019.

5/ Regime Aduaneiro Especial para Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro). A Lei nº 13.586/2017 instituiu alterações no tratamento tributário dispendido aos investimentos no setor de óleo e gás, o que tem produzido impactos nas transferências de propriedade de bens entre empresas não residentes e residentes. A esse respeito ver, por exemplo, nota divulgada pela Secretaria de Comércio Exterior do Ministério da Economia, disponível em: <http://www.mdic.gov.br/index.php/component/content/article?id=3423>.

6/ Em março de 2020 houve saídas líquidas de US\$22,4 bilhões de investimento em carteira passivo, dos quais US\$7,6 bilhões em ações e fundos de investimentos e US\$14,8 bilhões em títulos de dívida.

7/ Em abril de 2020 houve ingressos líquidos de US\$234 milhões ante US\$5,1 bilhões em abril de 2019 e US\$6,2 bilhões em março de 2020.

Projeção para o Balanço de Pagamentos de 2020

Tabela 1 – Projeções do balanço de pagamentos

Período	US\$ bilhões			
	2019		2020	
	Jan-abr	Ano	Jan-abr	Ano ^{1/}
Transações correntes	-17,0	-49,5	-11,9	-13,9
Balança comercial	12,7	40,8	9,6	39,0
Exportações	70,5	225,8	67,6	187,5
Importações	57,9	185,0	57,9	148,5
Serviços	-10,8	-35,1	-8,1	-21,5
dos quais: viagens	-3,5	-11,7	-1,6	-4,0
dos quais: transportes	-1,8	-5,9	-1,6	-4,5
dos quais: aluguel de equip.	-4,4	-14,5	-4,7	-12,0
Renda primária	-19,1	-56,1	-13,9	-32,9
dos quais: juros	-8,6	-25,1	-7,8	-19,9
dos quais: lucros e dividendos	-10,6	-31,1	-6,1	-13,2
Renda secundária	0,3	1,0	0,4	1,5
Conta capital	0,1	0,4	0,1	0,4
Conta financeira	-17,7	-51,5	-10,2	-11,6
Investim. ativos ^{2/}	10,0	37,1	12,9	18,2
Inv. direto no ext.	8,0	22,1	-5,9	-13,0
Inv. carteira	5,1	11,2	3,9	5,0
Outros investimentos	-3,2	3,8	14,9	26,2
dos quais: ativos de bancos	-0,7	0,2	17,0	23,7
Investim. passivos	35,0	64,2	2,3	25,6
IDP	23,4	78,6	18,0	55,0
Ações totais ^{3/}	0,4	-2,7	-16,1	-16,0
Títulos no país	9,9	-4,0	-12,8	-13,0
Emprést. e tít. LP ^{4/}	-3,6	-14,4	1,8	-0,4
Emprést. e tít. CP	7,6	22,6	7,7	0,0
Crédito comercial e outros	-2,8	-15,9	3,7	0,0
Derivativos	0,9	1,7	4,4	0,0
Ativos de reserva	6,3	-26,1	-25,2	-4,2
Erros e omissões	-0,9	-2,4	1,5	1,9
Memo:				
Transações corr./PIB (%)		-2,7		-1,0
IDP / PIB (%)		4,3		4,0
Taxa de rolagem (%)	67,0	80,4	128,7	100,0

1/ Projeção.

2/ Inclui investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos.

3/ Inclui ações negociadas em bolsas brasileiras e no exterior.

4/ Inclui créditos de organismos, agências e compradores.

Este boxe apresenta a projeção revisada para o balanço de pagamentos de 2020. As novas estimativas consideram as estatísticas do balanço de pagamentos publicadas desde o último Relatório de Inflação, a conjuntura econômica doméstica e a evolução da economia internacional.

A projeção de *deficit* em transações correntes ao final do ano foi revisada para US\$13,9 bilhões (1,0% do PIB), ante projeção de US\$41,0 bilhões apresentada na edição anterior do Relatório de Inflação. Foram determinantes para essa revisão os efeitos econômicos da Covid-19, que contribuíram para a desaceleração do comércio global, bem como para redução na projeção de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) doméstico para 2020 e para deterioração do ambiente de investimento internacional.

Projetam-se, assim, reduções de 17,0% nas exportações e de 19,7% nas importações em relação a 2019, resultando em saldo da balança comercial de US\$39,0 bilhões. Para as exportações, a queda reflete, principalmente, diminuição generalizada dos preços internacionais e do *quantum* de produtos manufaturados. Espera-se, em contrapartida, aumento do *quantum* exportado de básicos, cuja demanda tem se mostrado resiliente até o momento. A redução das importações tem como fator determinante a desaceleração da atividade doméstica em meio à pandemia da Covid-19, com impacto mais acentuado em bens duráveis e combustíveis. A desvalorização do real frente ao dólar americano e a redução dos preços internacionais de bens importados também contribuem para a queda. Em contrapartida, aumentou-se o valor esperado para operações no âmbito do Regime Aduaneiro Especial para Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro), compensando, assim, parte do recuo citado anteriormente. Como decorrência dessas alterações, estima-se retração de 18,2% na corrente de comércio em 2020.

Projeta-se também significativo recuo, 38,8%, no *deficit* da conta de serviços em relação a 2019, atingindo US\$21,5 bilhões (US\$30,2 bilhões no Relatório anterior). Destaca-se revisão da conta de viagens, com redução de US\$3,0 bilhões nas despesas líquidas em relação ao Relatório anterior, refletindo as restrições às viagens internacionais em função das medidas de contenção ao Covid-19.

Do lado da renda primária, espera-se recuo do *deficit* este ano em relação ao de 2019, que deve atingir US\$32,9 bilhões. A projeção para o pagamento de juros, US\$19,9 bilhões, abaixo do valor observado em 2019, reflete cenário de menores taxas de juros nos mercados doméstico e internacional, além de câmbio mais depreciado. As despesas líquidas de lucros e dividendos deverão reduzir-se para US\$13,2 bilhões (US\$25,0 bilhões na projeção anterior), em linha com a expectativa de retração da atividade doméstica.

Os impactos macroeconômicos da pandemia tendem a reduzir os ingressos líquidos de investimentos diretos no País (IDP) para US\$55,0 bilhões no ano, projeção 8,3% abaixo da apresentada no Relatório anterior. Esses impactos, além da taxa de câmbio menos favorável, devem também afetar negativamente os investimentos diretos no exterior, ocasionando revisão para desinvestimentos líquidos de US\$13,0 bilhões em 2020, ante expectativa de neutralidade no Relatório de março de 2020.

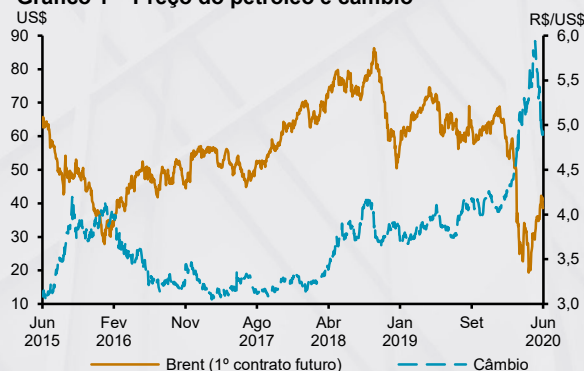
Manteve-se a projeção de investimentos em carteira no exterior, que deverão alcançar US\$5,0 bilhões em 2020, à medida que cresce a procura por diversificação de risco em meio às incertezas globais.

A projeção de *deficit* em transações correntes compatível com o cenário de queda de 6,4% para o PIB doméstico em 2020, apresentado neste Relatório, situa-se em US\$13,9 bilhões (1,0% do PIB), sendo amplamente financiado pelas entradas líquidas estimadas para o IDP, de US\$55,0 bilhões (4,0% do PIB).

Repasse dos preços internacionais para a gasolina

A gasolina é o subitem do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) que possui maior peso dentre os componentes do grupo monitorados (4,59% em maio de 2020). Seu preço depende da cotação internacional do petróleo e da taxa de câmbio, cujas variações, no cenário atual, têm apresentado grandes oscilações. Desde janeiro, o preço do petróleo recuou cerca de 40% e o real depreciou aproximadamente 25% frente ao dólar (Gráfico 1), repercutindo, sobretudo, os efeitos da pandemia da Covid-19¹ e, também, fatores domésticos, no caso do câmbio. A ampliação das volatilidades das cotações internacionais de petróleo e da taxa de câmbio são evidenciadas nos gráficos 2 e 3, respectivamente.² Nesse contexto, torna-se relevante a avaliação de como e em que medida os determinantes do preço da gasolina são repassados para o preço ao consumidor.

Gráfico 1 – Preço do petróleo e câmbio



Fonte: Bloomberg

Gráfico 2 – Volatilidade implícita do petróleo (Brent)

% a.a., calculada sobre os contratos de 3 meses para vencimento



Fonte: Bloomberg

Gráfico 3 – Volatilidade implícita do câmbio R\$/US\$

% a.a., calculada sobre os contratos de 3 meses para vencimento

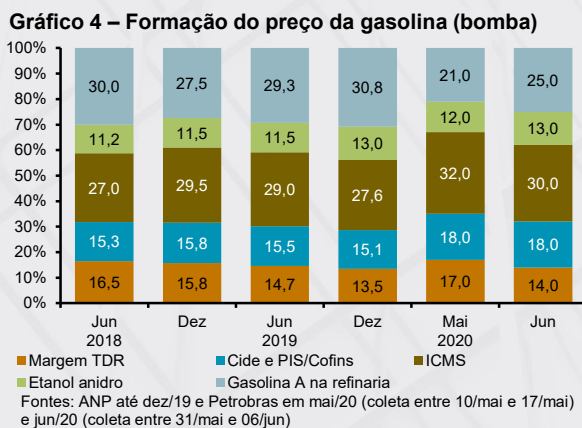


Fonte: Bloomberg

A importância dos principais fatores na formação do preço da gasolina ao consumidor, em alguns meses selecionados, está evidenciada no Gráfico 4. De dezembro a maio, houve queda pronunciada na importância do preço na refinaria (gasolina A) em comparação aos períodos anteriores, crescimento da fatia referente aos impostos e aumento da importância da margem de transporte, distribuição e revenda (margem TDR).

- 1/ A redução da demanda e dos preços de produtos básicos são alguns dos principais efeitos da pandemia. Esse comportamento tem sido especialmente relevante no caso do petróleo, com redução dos preços com maior rapidez e intensidade comparativamente a outras *commodities*.
- 2/ O box “Mensuração dos riscos para a inflação associados a preços de energia”, no Relatório de Inflação de setembro de 2019, usou essas medidas de volatilidade implícita para mensurar o risco para a inflação prospectiva que decorre de flutuações do preço do petróleo e do câmbio. Atualmente esse risco se tornou ainda maior.

Essas mudanças, apenas parcialmente revertidas pelas altas recentes do preço da gasolina, têm implicações sobre a elasticidade de repasse do petróleo e do câmbio, uma vez que esses determinantes têm efeito direto apenas no componente gasolina A, efeitos indiretos em outros – Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), etanol, e margem TDR – e nenhum efeito sobre Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e Programa de Integração Social (PIS)/ Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins).³ Partindo dessa observação, o boxe mostra como um arcabouço de avaliação do repasse dos movimentos do petróleo e do câmbio pode ser estruturado para avaliação e previsão dos preços da gasolina.



O preço na refinaria

O preço praticado pela Petrobras, desde outubro de 2016, tem guardado estreita relação com a cotação internacional do combustível, convertida para reais (Gráfico 5).⁴ A diferença percentual no valor das duas séries (Gráfico 6) em geral se mostra pequena. Em alguns momentos podem ser observados descolamentos entre as séries, especialmente quando há mudanças bruscas no preço do petróleo, como ocorreu recentemente. Entretanto, os descolamentos têm se mostrado temporários. Um modelo autorregressivo direto⁵ para a diferença percentual sugere prazo médio de aproximadamente 5 semanas para seu fechamento.⁶

Em boa parte, eventuais diferenças de curto prazo entre o preço doméstico e o internacional podem ser explicadas por certo grau de rigidez na definição dos preços locais. Mas é importante destacar que a política de preços depende também de outros fatores, como custo do transporte, margem para remuneração do risco da operação e estrutura do mercado, que podem ajudar a explicar eventuais descolamentos.

- 3/ Em contexto em que há grande amplitude dos movimentos do petróleo e do câmbio, o uso de uma regra de repasse fixa sobre as variações percentuais dos determinantes pode ser problemática para análises e projeções. Para ilustrar o problema, considere uma situação em que o preço do petróleo cai 50% e posteriormente retorna ao valor inicial. Adoção de um repasse fixo de 30% sugeriria queda de 15% e posterior alta de 30% do preço na bomba, para um efeito total de 10,5%. Ou seja, o preço na bomba aumentaria ainda que o preço do petróleo tenha apenas retornado ao valor anterior. Uma forma simples de lidar com esse problema é pensar em elasticidades de repasse sobre a diferença logarítmica dos preços (logaritmos corrigem as assimetrias das variações percentuais). Outra forma, consistente com o uso de variações percentuais, é tornar a elasticidade de repasse uma função da contribuição dos fatores que formam o preço.
- 4/ Em outubro de 2016 a Petrobras passou a adotar a política de preços baseada na paridade com o mercado internacional acrescida de uma margem utilizada para cobrir custos da operação, remuneração de riscos e lucro. Essa política previa a reavaliação de preços pelo menos uma vez por mês. A partir de julho de 2017, houve alteração na política, com a possibilidade de ajustes de preços a qualquer momento. Os comunicados estão disponíveis em <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/adotamos-nova-politica-de-precos-de-diesel-e-gasolina.htm> e <https://petrobras.com.br/fatos-e-dados/revisao-da-politica-de-precos-de-diesel-e-gasolina.htm>.
- 5/ Modelo autorregressivo direto da forma $y_{t+h} = \alpha + \beta y_t + \epsilon_{t+h}$, para cada horizonte h. Exercício com dados diários e amostra a partir de ago/17, após a última mudança na política de preços.
- 6/ Curiosamente, a estimativa obtida para o coeficiente autorregressivo é maior quando a especificação controla para a variação da cotação internacional no período, sugerindo correção mais lenta dos preços domésticos. Interpretação plausível para esse resultado é a de que os momentos de maior descolamento se caracterizam por movimentos bruscos do petróleo que foram em boa medida temporários, e parte da defasagem do preço doméstico foi posteriormente corrigida por movimentos do retorno do próprio preço do petróleo.

Gráfico 5 – Preços da gasolina

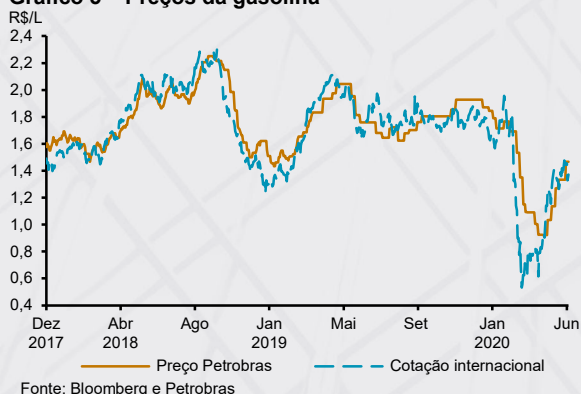
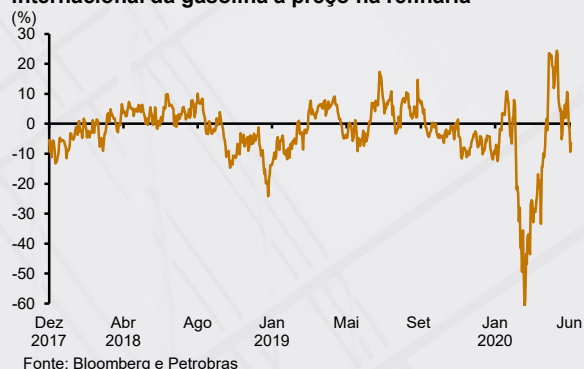


Gráfico 6 – Diferença percentual entre preço internacional da gasolina a preço na refinaria



O preço do etanol

Na distribuidora, o etanol anidro é misturado à gasolina A, dando origem à gasolina C, que é vendida aos postos de combustíveis. Desde 2015, a mistura de etanol na gasolina é de 27%.

O preço do etanol anidro, utilizado na mistura com a gasolina A, e do etanol hidratado, utilizado como combustível, são estreitamente relacionados por compartilharem os mesmos fatores de custo, ainda que não exatamente os mesmos de demanda. Enquanto a demanda pelo etanol anidro é dada pela demanda por gasolina, o etanol hidratado e a gasolina são bens substitutos. O preço do etanol é influenciado por diversos fatores. Pelo lado da oferta, destacam-se o tamanho da safra de cana, sujeita a choques climáticos, a sazonalidade da moagem e o preço do açúcar – algumas usinas são apenas destilarias, mas a maioria pode produzir tanto etanol quanto açúcar. Pelo lado da demanda, destacam-se o preço da gasolina e, no atual contexto, a redução excepcional da necessidade de transporte devido às medidas de isolamento social decorrentes da pandemia.

A influência do preço do etanol sobre o preço da gasolina ao consumidor ocorre principalmente pela mistura do anidro. Há que se considerar, também, a possibilidade de um efeito indireto, no qual redução no preço do etanol hidratado implica redução na demanda por gasolina. A política de preços da Petrobras é declaradamente sensível a sua participação no mercado, mas essa sensibilidade parece ser mais relevante em relação à importação de combustível, e não à competição com o etanol hidratado. Evidências econométricas sugerem que o efeito indireto do preço do etanol sobre a gasolina é fraco.⁷

Impostos

Os impostos (e contribuições) cobrados sobre a gasolina são três, sendo um estadual (ICMS) e dois federais (Cide, PIS/Cofins).

O ICMS é um imposto não-cumulativo, de modo que sua contribuição sobre o preço final pode ser aproximada pela aplicação de uma alíquota média sobre o preço final na bomba.⁸ As alíquotas diferem entre estados, variando entre 25% e 34% para a gasolina. O recolhimento do imposto cobrado sobre o preço na bomba se dá no início da cadeia (refinaria, importador ou usina), conforme regime de substituição tributária, e a

7/ Há potencial simultaneidade entre os preços ao produtor do etanol e da gasolina, e existem fatores comuns à determinação dos dois, tornando complexa a análise. A evidência obtida através de estimações com variáveis instrumentais – nas quais o preço internacional da gasolina é usado como instrumento para o preço doméstico e fatores sazonais são usados para instrumentalizar o preço do etanol – sugere que o efeito do preço da gasolina sobre o preço do etanol é mais claro que o efeito contrário. Essas estimativas envolvem elevado grau de incerteza, especialmente considerando que a instrumentalização do preço do etanol não é forte. Análise mais adequada desse sistema de demanda foge ao escopo deste box.

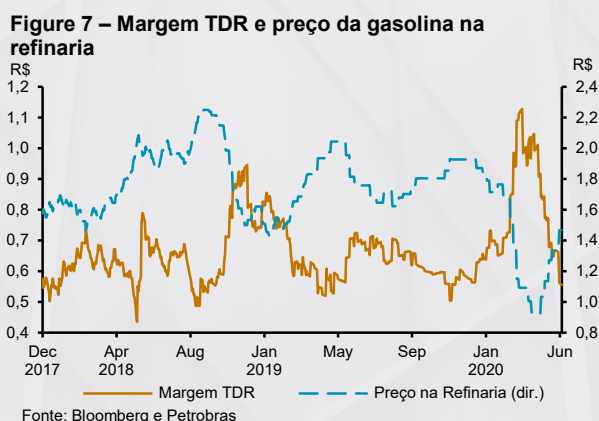
8/ A descrição aqui feita é uma simplificação com propósito analítico, visando captar os fatores mais relevantes.

alíquota é aplicada sobre o preço de referência definido a cada 15 dias pela Cotepe⁹ com base no preço médio ponderado ao consumidor final em cada estado. Portanto, o componente do preço final formado pelo ICMS também responde aos determinantes externos, e ainda com maior atraso, pois é defasado em relação ao próprio preço na bomba.

Diferentemente do ICMS, os tributos federais são do tipo unitário, acrescentando um valor fixo sobre o preço por unidade do produto. Não são afetados, direta ou indiretamente, por mudanças dos determinantes externos, a não ser por eventual decisão do governo de usar esses tributos como instrumento de política econômica. Atualmente os valores da Cide e do PIS/Cofins são respectivamente de R\$ 0,10 e de R\$0,7925 por litro da gasolina A. Há também cobrança de PIS/Cofins sobre o etanol anidro, no valor de R\$0,1309 por litro, que afeta o custo da gasolina C.

Margem de transporte, distribuição e revenda (TDR)

O Gráfico 7 mostra uma *proxy* para a margem TDR (em R\$/litro), calculada subtraindo-se do preço ao consumidor as estimativas para a contribuição dos componentes mencionados anteriormente. A figura mostra que no curto prazo essa margem tende a variar inversamente com o preço na refinaria. Essa relação reflete o fato de que o repasse dos preços ao produtor para o consumidor é lento, o que em parte pode ser explicado pela existência de estoques.¹⁰ Entretanto, nota-se que eventual distanciamento da margem em relação à sua média recente tende a diminuir nos meses seguintes, sugerindo que no médio prazo o que importa para a determinação da margem TDR são outros fatores, relativamente estáveis, pouco ou nada influenciados pela cotação do câmbio e do petróleo. Um modelo autorregressivo direto para a margem sugere prazo médio superior a 8 semanas para o retorno da margem ao patamar inicial, após um choque.¹¹



Conclusão

Este boxe mostrou como a evolução do preço da gasolina ao consumidor – componente volátil e de peso elevado, que exerce forte influência sobre a inflação – pode ser analisada por intermédio do comportamento de seus principais determinantes. A decomposição mostra-se útil também em exercícios de projeção de inflação desagregada para os vários componentes do IPCA. A principal vantagem é permitir que a elasticidade do preço final ao câmbio e ao petróleo flutue, acompanhando mudanças na importância relativa dos fatores por eles influenciados. Permite também que o tempo de repasse seja acompanhado em cada elo da cadeia.

9/ A Comissão Técnica Permanente do Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre a Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicações (Cotepe) tem por finalidade realizar trabalhos relacionados a política e administração do ICMS. Participam da comissão um representante de cada unidade da federação, e representantes da Secretaria da Receita Federal do Brasil, Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional e Secretaria do Tesouro Nacional.

10/ Nesse sentido, é importante ressaltar que a *proxy* de margem aqui calculada não reflete a margem que seria calculada utilizando-se as práticas usuais da contabilidade de negócios.

11/ Tempo semelhante é obtido quanto se controla para a evolução dos demais componentes que formam o preço.

Perspectivas para as tarifas de energia elétrica em 2020 e 2021

Os reajustes esperados nas tarifas de energia elétrica em 2020 eram relativamente baixos até o início do ano, merecendo menção nas atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) de dezembro/2019 e de fevereiro/2020. Dois fatores sugeriam cenário benigno para os reajustes: (i) a retirada dos elevados efeitos financeiros dos processos tarifários de 2019; e (ii) a redução dos encargos setoriais possibilitada pela quitação antecipada da Conta Ambiente de Contratação (ACR)¹ em setembro de 2019. Os analistas de mercado, de maneira geral, também compartilhavam dessa visão. A mediana das projeções dos respondentes ao questionário Pré-Copom de fevereiro situava-se em 1,00% para a variação do item energia elétrica no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2020, bem abaixo dos percentuais observados nos últimos anos (Tabela 1).

Tabela 1 – Questionário Pré-Copom: Projeções para a variação do item energia elétrica em 2020

Discriminação	2020			
	Fev	Mar	Mai	Jun
Energia elétrica ^{1/} (p.p.)	1,00	2,30	2,90	0,40
Frequência bandeira verde	24%	27%	66%	98%
Energia elétrica ex-bandeira ^{2/} (p.p.)	2,00	3,17	4,30	2,78
Amostra IFS	45	44	47	55

Fonte: BCB

1/ Mediana.

2/ Projeção para energia elétrica livre do efeito de transições de bandeiras, calculada com base na bandeira esperada para dezembro de 2020 por cada analista e no impacto de transições de bandeiras estimado pelo BCB. A medida busca refletir o reajuste médio esperado pelos analistas.

Diversos fatores indicavam o aumento da pressão sobre os reajustes de energia elétrica até o Copom de maio, entre eles surpresas com os reajustes já divulgados e a depreciação do real. Isso se traduziu em aumento das projeções pelos analistas: a mediana para a variação de energia elétrica em 2020 passou para 2,90%, no questionário Pré-Copom de maio, apesar de perspectivas mais favoráveis para a bandeira tarifária a vigorar em dezembro de 2020. Mais recentemente, a apreciação do real e a confirmação pela Aneel da aplicação da bandeira verde até dezembro² contribuíram para novo recuo das projeções.

Além dos fatores mencionados, também se mostra relevante para a compreensão dos reajustes projetados o impacto da pandemia sobre as distribuidoras de energia e as definições sobre a chamada Conta-Covid. Este box faz uma avaliação desses fatores e dos seus possíveis impactos sobre as tarifas neste e no próximo ano.

1/ Em 2014, as distribuidoras de energia ficaram expostas involuntariamente a preços muito elevados no mercado de curto prazo, diante da necessidade do despacho da energia de termelétricas. Para aliviar o fluxo de caixa das distribuidoras foram feitos contratos de empréstimo para cobrir as despesas decorrentes dessa exposição no período entre fev/14 e dez/14. O pagamento dos empréstimos era previsto até 2020 por meio da arrecadação de encargos incorporados às tarifas de energia elétrica, constituídos na chamada conta ACR. Em setembro de 2019 foi possível quitar os empréstimos antecipadamente, possibilitando a redução dos encargos pagos pelos consumidores e reduzindo os reajustes das tarifas de energia elétrica.

2/ Em 26 de maio de 2020 a Aneel anunciou a vigência da bandeira tarifária verde até dezembro de 2020. Segundo a Agência, os impactos da pandemia no consumo de energia alteraram de forma significativa os parâmetros que seriam utilizados na definição mensal das bandeiras a serem aplicadas. Adicionalmente, os custos cobertos pelas bandeiras tarifárias estão inclusos no escopo da Conta-Covid.

Reajustes das tarifas de energia: efeitos econômicos e financeiros

A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) define as tarifas a serem aplicadas pelas distribuidoras por meio dos processos de reajuste tarifário anual, reajuste tarifário extraordinário ou revisão tarifária periódica.³ Nesses processos, o regulador calcula a tarifa adequada a cada classe de consumo, de modo que as receitas estimadas das distribuidoras sejam suficientes para cobrir custos operacionais eficientes, remunerar investimentos necessários para expandir a capacidade e garantir o suprimento de energia elétrica com segurança e qualidade. De modo simplificado, os reajustes são calculados considerando dois grandes componentes: um econômico e um financeiro.

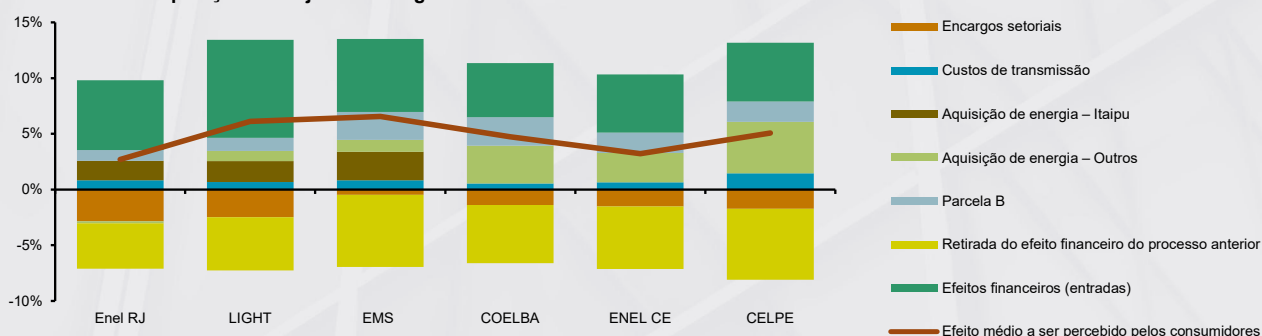
O efeito econômico é calculado a cada ano partindo de premissas para o valor dos vários componentes de despesa das distribuidoras ao longo dos doze meses de vigor da tarifa. Por exemplo, o custo com aquisição da energia de Itaipu depende de premissa para a cotação do dólar durante a vigência da tarifa.

O componente financeiro é calculado de modo a compensar as distribuidoras caso as premissas que deram suporte ao reajuste do ano anterior não se cumpram. Voltando ao exemplo do parágrafo anterior, caso o real tenha se depreciado frente ao dólar desde o reajuste anterior, as despesas com aquisição da energia de Itaipu terão sido maiores que as estimadas. A distribuidora é então compensada através de um adicional na tarifa, por um ano, em montante tal que a faça recuperar o custo adicional. Esse adicional é retirado da tarifa no ano seguinte. Ressalte-se que surpresas podem gerar efeitos financeiros no próprio ano calendário, para o caso de distribuidoras cujas tarifas ainda não tenham sido reajustadas no ano.

Surpresa com reajustes já divulgados em 2020

A avaliação dos reajustes já divulgados em 2020 mostra influência relevante da pressão altista de efeitos financeiros – para os quais, até o início do ano, esperava-se comportamento benigno. O Gráfico 1 mostra que os reajustes concedidos em 2020, até o momento, incorporam entrada e retirada significativas de efeitos financeiros, mas no início do ano apenas as retiradas eram esperadas em tal magnitude. Parte significativa da entrada de efeitos financeiros refere-se a custos de aquisição de energia mais elevados do que a cobertura tarifária prevista nos processos de 2019, sendo ainda mais acentuada no caso das distribuidoras que possuem cotas da energia de Itaipu e estão sujeitas ao efeito da depreciação do real.

Gráfico 1 – Composição de reajustes divulgados



Efeitos da depreciação cambial

A tarifa de repasse da energia de Itaipu é estabelecida anualmente pela ANEEL em dólares por kilowatt⁴. Sendo assim, o custo em reais com aquisição dessa energia pelas distribuidoras é influenciado diretamente pelo câmbio.

3/ Os processos tarifários são regulados pelos Procedimentos de Regulação Tarifária (Proret) da Agência, atualmente organizados em doze módulos.

4/ Seguindo as definições do Tratado de Itaipu e os procedimentos estabelecidos no Proret 6.2.

Desde o início do ano, o real depreciou 25% em relação ao dólar (Gráfico 2), pressionando esse componente de custo que, em média, equivale a 11% da receita das distribuidoras que operam nas áreas de cobertura do IPCA. A depreciação repercute tanto no componente econômico quanto no componente financeiro das tarifas.

Gráfico 2 – Taxa de câmbio (BRL/USD)



Fonte: BCB

Considerando a metodologia usada pela ANEEL para construir a premissa de câmbio em cada processo⁵, estima-se que o câmbio médio considerado nos reajustes de 2019 tenha sido de R\$ 3,94/US\$.⁶ Sob a hipótese de estabilização do câmbio em R\$ 4,95/US\$ a partir de meados de junho, avalia-se que o câmbio médio para efeitos dos reajustes seja de R\$ 5,09/US\$ em 2020. Em cálculo aproximado, o aumento de 29,2% nessa métrica de câmbio médio teria efeito de 2,9 p.p. em 2020 sobre o reajuste médio das distribuidoras do IPCA, considerando apenas o componente econômico.

A surpresa com o câmbio mais alto implica ainda a necessidade de compensação financeira em 2020. Dada a mesma hipótese de estabilização do câmbio, estima-se que a entrada de efeitos financeiros em 2020 tenha impacto de 1,3 p.p. em 2020, e de -1,3 p.p. em 2021, quando serão então retirados.⁷ A estimativa de impacto mais baixo do componente financeiro, em comparação ao econômico, decorre do fato de que o câmbio médio observado ao longo da vigência das tarifas é menor que a cotação do câmbio observada na ponta.

Analogamente, caso a estabilização do câmbio em R\$ 4,95/US\$ se confirme, o câmbio efetivo ao longo do ciclo 2020/2021 será menor do que o câmbio médio considerado nos reajustes de 2020 (devido aos reajustes do início do ano, calculados com câmbio mais depreciado), com compensação em 2021 por meio de efeito financeiro estimado de -0,2 p.p.

Tabela 2 – Impactos estimados da depreciação cambial em Energia Elétrica no IPCA

	Pontos percentuais			
	Efeito econômico	Efeito financeiro	Retirada do efeito fin. do ano anterior	Efeito total
Processos 2020	2,9	1,3	-0,5	3,7
Processos 2021	-0,1	-0,2	-1,3	-1,6

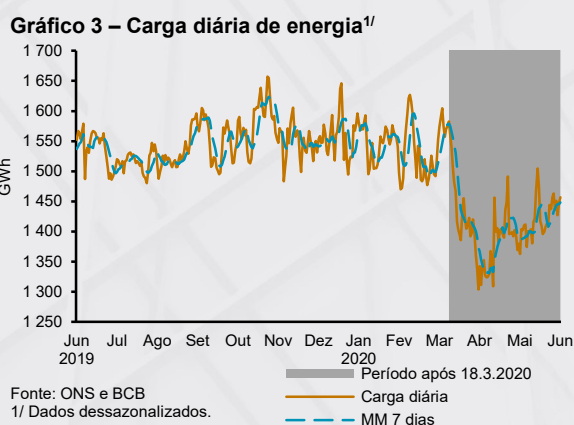
5/ Câmbio estimado pela ANEEL para os 12 meses de vigência da tarifa, considerando a taxa de câmbio PTAX média de venda divulgada pelo BCB, correspondente ao período entre o 45º e 16º dia anterior à data do reajuste ou revisão tarifária.

6/ Ponderando pelo peso de cada distribuidora com cotas de energia de Itaipu que atendem as regiões metropolitanas cobertas pelo IPCA.

7/ As estimativas feitas levam em consideração apenas o efeito direto da depreciação cambial. É possível que a Conta-Covid venha a ser usada para suavizar movimentos do saldo em constituição da CVA (Conta de Compensação de Variação dos Valores de Itens da "Parcela A", na qual estão inclusos os efeitos financeiros da variação do custo de aquisição de energia), inclusive com aquisição de energia de Itaipu.

Efeitos da Covid-19 sobre as tarifas de energia elétrica

As medidas de enfrentamento à pandemia da Covid-19, como o distanciamento social, e a redução das atividades comerciais e industriais tiveram como consequência a diminuição do consumo de energia elétrica – a carga de energia divulgada pelo ONS recuou 9,7% no bimestre abril/maio comparativamente ao bimestre janeiro/fevereiro, na série com ajuste sazonal (Gráfico 3). Adicionalmente, houve aumento da inadimplência por famílias e empresas, representando, em meados de maio, cerca de 7,8% do faturamento das distribuidoras.⁸ Para algumas concessionárias, o impacto sobre o faturamento foi ainda maior em razão da postergação da aplicação de seus reajustes tarifários. A redução do faturamento e a impossibilidade de ajustar rapidamente seus contratos de compra de energia geram pressão sobre o caixa das distribuidoras, que passam a ficar sobrecontratadas.⁹ Além disso, destaca-se o aumento de alguns custos, como o de aquisição de energia de Itaipu.



Com o objetivo de suavizar os impactos da pandemia nas tarifas de energia elétrica e preservar a liquidez das empresas do setor, o governo federal publicou o Decreto 10.350 de 18 de maio de 2020, que cria a chamada Conta-Covid. Trata-se de empréstimo a ser contratado junto a um *pool* de bancos públicos e privados, com repasse dos recursos às distribuidoras seguindo critérios regulados pela ANEEL.

Considerando que o empréstimo será de R\$16,3 bilhões, que seu pagamento será realizado ao longo de cinco anos, a partir de 2021, e que os encargos serão cobrados na tarifa de energia para fazer frente a esse pagamento também a partir de 2021, estima-se impacto aproximado de 1,8 p.p. nas tarifas de energia elétrica no IPCA em 2021.¹⁰ Em 2026 o encargo seria retirado. Assim, o efeito da operação sobre os preços de energia seria o de diluir, ao longo de cinco anos, o impacto sobre o custo de energia para o consumidor que provavelmente seria observado no ciclo 2020/2021, na ausência da operação.

Conclusão

Este boxe tratou de fatores que influenciam as perspectivas para os reajustes de energia em 2020 e 2021. A variação do câmbio é fator relevante para os reajustes por seus efeitos nos componentes econômico e financeiro das tarifas, e a oscilação do real parece explicar a evolução recente das projeções dos analistas de mercado. Os efeitos da pandemia sobre as tarifas de energia elétrica serão suavizados pela criação da Conta-Covid e devem repercutir sobre as tarifas a partir de 2021.

8/ De acordo com a Nota Técnica da ANEEL nº 77/2020, de 25 de maio de 2020.

9/ Algumas modalidades de contratos de compra de energia firmados pelas distribuidoras preveem o pagamento pela disponibilidade da energia, independentemente da sua utilização (contratos de disponibilidade). A redução do mercado reduz o faturamento das distribuidoras, mas as obrigações de pagamento são mantidas, agravando os problemas de fluxo de caixa dessas empresas.

10/ Conforme informações disponíveis até a data de corte deste Relatório, quando detalhes ainda eram discutidos.

Atualização do conjunto de núcleos de inflação comumente considerados pelo BCB para análise de conjuntura econômica

As medidas de núcleo de inflação buscam mitigar impactos transitórios sobre o comportamento dos preços, de forma a oferecer visão mais nítida do processo inflacionário. Assim, ainda que o sistema de metas para a inflação seja desenhado para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) cheio, tais medidas são parte importante do conjunto informacional considerado pelo Banco Central do Brasil (BCB) na tomada de decisão de política monetária.

Há relativo consenso na literatura de que não existe uma clara dominância de uma medida de núcleo específica.¹ Essa visão parece também ser comum entre bancos centrais, já que muitos consideram um conjunto deles em sua análise (Tabela 1). Isso ocorre porque há grande variabilidade na natureza de movimentos transitórios de preços, o que torna desaconselhável a análise exclusiva de uma única medida de inflação subjacente. Por outro lado, a existência de muitos núcleos pode tornar a análise conjuntural mais complexa e a comunicação menos transparente.

Tabela 1 – Núcleos de inflação em países selecionados

	EX	DP	MA	Med	Modelo
Austrália	•		•	•	
África do Sul	•		•		
Argentina	•		•		•
Bolívia	•		•		
Canadá	•		•	•	•
Chile	•				
Colômbia	•		•		
Equador	•				
Estados Unidos	•		•	•	•
Euro (área do)	•		•	•	•
Japão			•	•	
México	•		•		
Noruega	•		•	•	
Nova Zelândia	•	•	•	•	•
Paraguai	•	•	•		
Peru	•	•	•	•	•
Reino Unido	•				
Suécia	•	•	•	•	
Suíça	•				
Uruguai	•				

EX: Núcleos por exclusão; **DP:** Núcleos por ponderação adicional de volatilidade;

MA: Médias aparadas; **Med:** Mediana;

Modelo: Núcleos que utilizam algum modelo estatístico

Fonte: Elaboração própria, com base em ECB (2018) e Mattos (2018)

Neste boxe o BCB comunica a redefinição do conjunto de núcleos de inflação acompanhados para fins de análise conjuntural. Nos últimos anos, foram calculados, divulgados e considerados na comunicação, sete medidas de núcleos: quatro núcleos de exclusão (Ex-0, Ex-1, Ex-2 e Ex-3), dois núcleos de médias aparadas

1/ Ver, por exemplo, Rich e Steindel (2005).

(MA e MS), e o núcleo de dupla ponderação (DP).² Outras séries também calculadas e divulgadas pelo Banco Central são por vezes tomadas como medidas de núcleo por analistas de inflação, como a inflação subjacente de serviços, mas não compunham o conjunto de núcleos sobre o qual a média das medidas era avaliada.

O novo conjunto proposto para acompanhamento conjuntural é formado por cinco núcleos. Dos núcleos anteriores, foram mantidos quatro: Ex-0, Ex-3, MS e DP. Completa o conjunto um novo núcleo, o percentil 55 (P55), apresentado a seguir.

O núcleo Percentil 55 (P55)

O P55 é construído utilizando variações e pesos da abertura por subitem do IPCA. A maior granularidade aumenta a precisão da estimativa, ao fazer com que o peso de cada componente seja menor e, portanto, que o núcleo seja menos dependente da variação de componentes específicos.³ O núcleo corresponde à variação do 55-ésimo percentil da distribuição ponderada pelos pesos dos subitens.

O procedimento de cálculo mensal consiste em: (i) ordenar os subitens em ordem crescente de variação: $x_1 < x_2 < \dots < x_N$; (ii) calcular a série acumulada de pesos $\{a_i\}_{i=1}^N$, de acordo com o novo ordenamento; (iii) encontrar o subitem com posição k no novo ordenamento, tal que $a_{k-1} < 0,55$ e $a_k \geq 0,55$; (iv) utilizar a variação deste subitem como a variação do P55.

O P55 é uma medida muito similar à mediana das variações mensais dos subitens (que compõem o índice de inflação), medida clássica de núcleo discutida na literatura e utilizada por alguns bancos centrais. No BCB a mediana já foi avaliada como medida de núcleo, mas nunca fez parte do conjunto de núcleos acompanhados.⁴ O motivo para o uso do percentil 55, e não da mediana, é que esta tende a subestimar a inflação, refletindo a assimetria à direita da distribuição *cross-section* das variações de preços. O P55 minimiza, em média, o viés em relação à inflação.⁵

- 2/ O núcleo Ex-0 é obtido pela exclusão de alimentação no domicílio e monitorados. O Ex-1 exclui 10 dos 16 itens do subgrupo alimentação no domicílio, além dos itens combustíveis domésticos e combustíveis de veículos. O núcleo Ex-2 elimina, além de todos os preços monitorados, os componentes dos demais segmentos que, por motivos diversos, podem dificultar a identificação da tendência inflacionária. O núcleo Ex-3 se diferencia do anterior pela exclusão de todos os preços de alimentos. O núcleo por médias aparadas (MA) exclui os itens cuja variação mensal se situe, na distribuição, acima do percentil 80 ou abaixo do percentil 20. Os 60% restantes são utilizados para calcular a variação mensal do núcleo. O núcleo de médias aparadas com suavização (MS) segue o mesmo procedimento da medida anterior, com a diferença de que, antes da eliminação das caudas, são suavizados os componentes com variações infrequentes. O núcleo de dupla ponderação (DP) ajusta os pesos originais de cada item de acordo com sua volatilidade relativa, reduzindo a importância de componentes mais voláteis.
- 3/ O problema de se usar abertura menos granular pode ser ilustrado com o exemplo do indicador *median CPI* calculado pelo FED de Cleveland. A instituição reporta que o componente de "aluguel imputado" (OER), com peso de 24% no índice, correspondia ao componente mediano 64% das vezes. Quebrando-se o OER em quatro subíndices regionais, o FED de Cleveland notou melhora no desempenho do núcleo.
- 4/ Ver Figueiredo (2001) e o boxe "Conteúdo informacional da distribuição *cross-section* do IPCA", do Relatório de Inflação de dezembro de 2018, no qual são estudados a mediana e alguns percentis do IPCA.
- 5/ Vale destacar ainda que o P55 é uma medida de núcleo que guarda certa similaridade com as medidas de médias aparadas. Com efeito, a mediana pode ser pensada como o limite de uma média aparada quando o percentual eliminado de cada cauda tende a 50%. Núcleos de médias aparadas são muitas vezes enviesados, pelo mesmo motivo que a mediana. Há na literatura trabalhos que sugerem a adoção de núcleos de médias aparadas assimétricos (um trabalho pioneiro nessa linha é Roger (1997).

Motivos para a escolha do novo conjunto

A redefinição foi motivada pela percepção de que o número de núcleos era excessivo e que havia redundância entre alguns deles. Além disso, o núcleo P55 tem sido acompanhado internamente há algum tempo e tem mostrado bom desempenho, motivo pelo qual foi incluído.

O núcleo Ex-1 foi eliminado porque, apesar de excluir componentes, mantém alguns que são bastante voláteis. No conjunto anterior esse era o núcleo que mais se assemelhava ao núcleo ex- alimentação e energia, uma métrica bastante difundida internacionalmente. Contudo, o Ex-1 não cumpria bem esse papel, havendo diferenças significativas entre os dois. Em particular, chama atenção o fato de não excluir energia elétrica, item cuja variação se tornou ainda mais volátil desde a adoção do sistema de bandeiras tarifárias.

Mesmo com a eliminação do núcleo Ex-1, optou-se por não incluir no novo conjunto o núcleo Ex-Alimentação e Energia (Ex-FE)⁶. Prevaleram a opção por diminuir o número de núcleos acompanhados e a preferência pelas outras medidas de inflação subjacente que foram incluídas ou mantidas. Em particular, avaliou-se que o Ex-0 é um indicador mais adequado para a economia brasileira por eliminar todos os preços administrados ou monitorados por contratos. Não obstante, ressalte-se que o EX-FE passará a ser calculado e disponibilizado no Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS), na página do BCB na internet, de forma a prover ao público série comumente acompanhada em outros países.⁷

Os núcleos Ex-2 e Ex-3 são muito semelhantes e, portanto, com efeitos redundantes. Optou-se pelo núcleo Ex-3 pela avaliação de que é preferível eliminar todo o grupo alimentação no domicílio. Diferentemente do Ex-2, o Ex-3 pode ser interpretado como um *core* do núcleo Ex-0.

Apesar de ter se tornado indicador frequentemente acompanhado por analistas econômicos, a inflação subjacente de serviços não será incluída no novo conjunto de núcleos. Isso decorre da opção por um conjunto restrito, da elevada sobreposição do indicador com o núcleo Ex-3, e do fato de ser uma medida construída com reduzido número de componentes, tornando-a mais suscetível a oscilações idiossincráticas.

Os núcleos MA e MS também são semelhantes. E a inclusão do P55, que guarda similaridade teórica com os dois, aumenta o nível de redundância. Optou-se pelo MS em detrimento do MA porque a suavização dos itens de reajuste infrequente melhora o desempenho do núcleo em alguns aspectos (viés e tendência, principalmente).

Por fim, o núcleo de dupla ponderação foi mantido, entre outros fatores, por se basear num método de construção distinto dos demais e, conseqüentemente, por captar características do processo inflacionário não percebidos nas outras medidas de núcleo.

Essas considerações de natureza qualitativa foram determinantes na escolha do conjunto. Mas o redesenho também se valeu de diversas avaliações de natureza quantitativa⁸: viés (comparação entre média do núcleo e do IPCA), volatilidade, capacidade de representar uma tendência da inflação (comparação com médias móveis centradas do IPCA), capacidade de previsão da inflação (com foco no horizonte de doze meses à frente) e aderência ao ciclo econômico. Os Gráficos 1, 2 e 3 resumem os resultados.⁹

6/ Adota-se a sigla EX-FE como referência à tradução de alimentação e energia para inglês (*food and energy*) de forma a facilitar a identificação do núcleo por usuários estrangeiros, o que é particularmente relevante dada a difusão internacional de tal métrica.

7/ Neste núcleo são excluídos os seguintes componentes do IPCA: Alimentação no domicílio (com exceção dos subitens cerveja, vinho e outras bebidas alcoólicas); Combustíveis e energia; o subitem óleo lubrificante; e Combustíveis (veículos). Essa definição é motivada pela COICOP (*Classification of Individual Consumption According to Purpose*).

8/ Resultados de exercícios de desempenho dos núcleos serão divulgados com a republicação deste box na série "Estudos especiais do Banco Central", no início de julho próximo.

9/ Os rótulos de cada vértice do gráfico representam os exercícios realizados, com exceção da facilidade de comunicação, que seguiu uma avaliação subjetiva. Em cada gráfico, e para cada quesito, os núcleos receberam uma nota de 1 (pior) a 10 (melhor) de acordo com o ordenamento em cada teste.

Gráfico 1 – Características: núcleos por exclusão

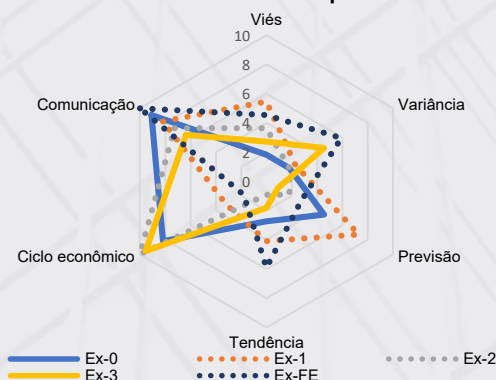


Gráfico 2 – Características: núcleos estatísticos

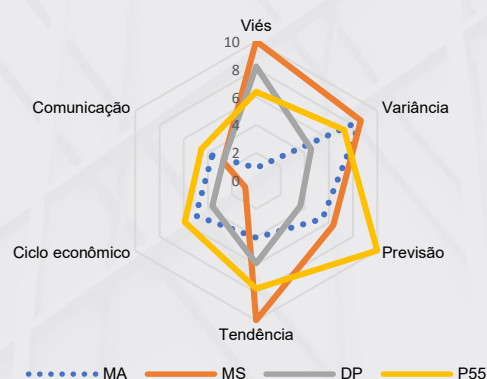
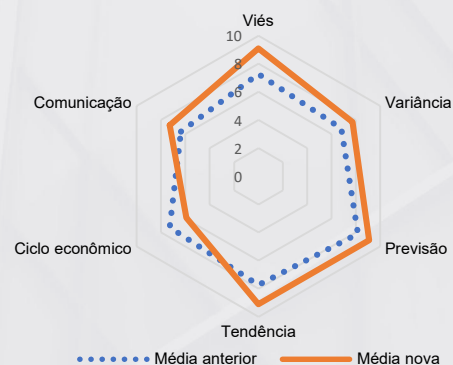


Gráfico 3 – Características: médias de núcleos



Os gráficos evidenciam características marcantes das medidas. Por exemplo, os núcleos de exclusão são de mais fácil compreensão e em geral tendem a ter maior sensibilidade ao ciclo econômico, enquanto os núcleos estatísticos têm menor viés e variância, além de seguir mais de perto a tendência da inflação. Cabe ressaltar que é inevitável alguma variação na performance relativa dos núcleos dependendo da amostra utilizada, reflexo da variabilidade das fontes de movimentos inflacionários, o que reforça a opção por um conjunto de núcleos e justifica a adoção complementar de critérios subjetivos na escolha.

Conclusão

Por meio deste boxe o Banco Central do Brasil comunica a modificação no conjunto de núcleos de inflação acompanhados para fins de análise conjuntural. A mudança leva em conta resultados de exercícios quantitativos e análises subjetivas, que consideram aspectos de comunicação e qualidade da informação para a análise da dinâmica inflacionária e tomada de decisão. Ressalte-se que os núcleos que não integram o novo conjunto continuarão sendo calculados e divulgados pelo BCB através do SGS. Pretende-se, com isso, que permaneçam à disposição dos analistas que ainda desejem utilizá-los.

Bibliografia

Bryan, F. & Cecchetti, S. (1994). "Measuring Core Inflation" *N. Gregory Mankiw, Monetary Policy*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 195-215.

Cogley, T. (2002). "A Simple Adaptive Measure of Core Inflation". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, No. 1, pp. 94-113.

ECB (2018). "Measures of Underlying Inflation for the Euro Area", In *ECB Economic Bulletin 4/2018*.

Figueiredo, F. (2001). "Evaluating Core Inflation Measures for Brazil". Banco Central do Brasil. *Working Paper Series 14*.

Mattos, D. (2018). "Estimação do núcleo da inflação via score driven models". Dissertação de mestrado – PUC/RJ.

Rich, R. & Steindel, C. (2005). "A Review of Core Inflation and an Evaluation of its Measures". *FRBNY Staff Report 236*, Federal Reserve Bank of New York.

Roger, S. (1997). "A Robust Measure of Core Inflation in New Zealand, 1949-96". *Reserve Bank of New Zealand Working Paper 97/7*.

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2022, cobrindo, portanto, a totalidade dos anos-calendário para os quais há definição das metas para a inflação, por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN).

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a reunião do Copom realizada em 16 e 17.6.2020 (231ª reunião). Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, realizada pelo BCB, a data de corte é 12.6.2020, a menos de indicação contrária.

As projeções condicionais para a inflação são apresentadas em quatro cenários, dependendo do condicionante usado para as trajetórias da taxa de câmbio e da taxa Selic ao longo do horizonte de projeção. Os condicionantes podem ser trajetórias oriundas das expectativas coletadas na pesquisa Focus ou trajetórias em que os valores dessas variáveis permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção.

O primeiro cenário assume que a taxa Selic e a taxa de câmbio permanecem constantes ao longo do horizonte de projeção, enquanto o segundo cenário supõe trajetórias extraídas da pesquisa Focus para essas duas variáveis.

Também são apresentados outros dois cenários, chamados de cenários “híbridos”, que combinam como pressupostos taxa Selic constante e taxa de câmbio da pesquisa Focus e, alternativamente, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante.

É importante salientar que as projeções condicionais de inflação divulgadas neste Relatório contemplam intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza presente na supracitada data de corte. As projeções dependem não apenas das hipóteses sobre as taxas de juros e de câmbio, mas também de um conjunto de pressupostos sobre o comportamento de variáveis exógenas.

Em seu processo de tomada de decisão, o Copom analisa um amplo conjunto de variáveis e modelos, em relação aos quais exerce julgamentos com base no conjunto de informações disponíveis. Ao expor alguns cenários que informam suas deliberações, o Copom procura dar maior transparência às decisões de política monetária, contribuindo para sua eficácia no controle da inflação, que é seu objetivo precípuo.

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

No trimestre encerrado em maio, a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, situou-se 1,00 p.p. abaixo do cenário básico apresentado no Relatório de Inflação anterior (Tabela 2.1). Essa foi a maior surpresa já registrada nas projeções de curto prazo desde que o BCB passou a divulgá-las¹⁹, refletindo a grande incerteza que havia na data de corte daquele Relatório. Surpresa semelhante pode ser observada nas projeções coletadas pela pesquisa Focus naquela ocasião.²⁰

Para a surpresa desinflacionaria no período podem ser mencionados como principais fatores: (i) queda significativa do preço dos combustíveis, sob influência do comportamento dos preços internacionais de petróleo e da menor demanda doméstica; (ii) forte recuo dos preços de passagem aérea, refletindo choque na demanda por viagens; e (iii) postergação de reajustes de preços administrados, tais como produtos farmacêuticos, tarifas de ônibus, energia elétrica residencial e taxa de água e esgoto.

Como parte da queda do preço internacional do petróleo foi revertida em maio e junho, o cenário básico do Copom para os meses de junho, julho e agosto considera alta relevante dos preços dos combustíveis. Considera, também, a ocorrência de reajustes de preços administrados que foram postergados. As projeções de curto prazo assinalam variações de 0,22%, 0,43% e 0,22% para o IPCA nos meses de junho, julho e agosto, respectivamente (Tabela 2.2). Caso se confirmem, a alta de 0,87% no trimestre implicará aumento da inflação acumulada em doze meses, de 1,88% em maio para 2,45% em agosto. Ressalte-se que essas projeções estão

Tabela 2.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	2020					Variação %
	Mar	Abr	Mai	No trim.	12 meses até mai.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,15	0,21	0,02	0,38	2,90	
IPCA observado	0,07	-0,31	-0,38	-0,62	1,88	
Surpresa	-0,08	-0,52	-0,40	-1,00	-1,02	

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de março de 2020.

Tabela 2.2 – IPCA – Projeções de curto prazo

	2020					Variação %
	Jun	Jul	Ago	No trim.	12 meses até ago.	
Cenário do Copom ^{1/}	0,22	0,43	0,22	0,87	2,45	

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte.

19/ A primeira divulgação se deu no Relatório de Inflação de setembro de 2016.

20/ A mediana da inflação acumulada em março, abril e maio projetada pelos participantes do Focus em 13.3.2020 foi 0,60%. A menor projeção para a inflação acumulada nesses meses situava-se em 0,12% e a maior em 1,32%.

mais uma vez sujeitas a grau excepcional de incerteza, tendo em vista a alta volatilidade dos determinantes externos e as dúvidas em relação ao ritmo de reabertura da economia. Em particular, a não reabertura das escolas até agosto pode ter efeito significativo sobre a inflação realizada no trimestre e no ano.²¹

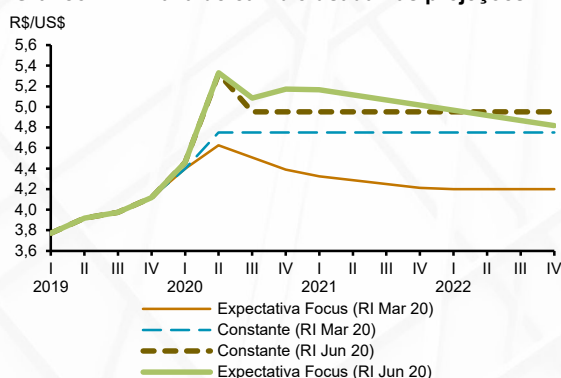
2.2 Projeções condicionais

O valor da taxa de câmbio utilizado nos cenários que supõem trajetória constante para essa variável é de R\$4,95/US\$²², acima do valor de R\$4,75/US\$ do Relatório de Inflação de março de 2020 (Gráfico 2.1). A mediana das expectativas para a taxa de câmbio para os finais de ano, extraídas da pesquisa Focus de 12.6.2020, é de depreciação para o restante de 2020 e apreciação para 2021 e 2022. Nessa trajetória, a taxa de câmbio termina 2020 em R\$5,20/US\$ e cai para R\$5,00/US\$ no final de 2021 e R\$4,80/US\$ no final de 2022.

No caso da taxa Selic, na comparação com o Relatório de março, o valor suposto nos cenários que utilizam taxa constante reduziu-se de 4,25% a.a. para 3,00% a.a. (Gráfico 2.2). Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e com o comportamento dos prêmios de risco, a taxa projetada do *swap* pré-DI de 360 dias, depois de atingir um mínimo no segundo trimestre de 2020, termina o ano em patamares mais elevados, ficando relativamente estável a partir de então.

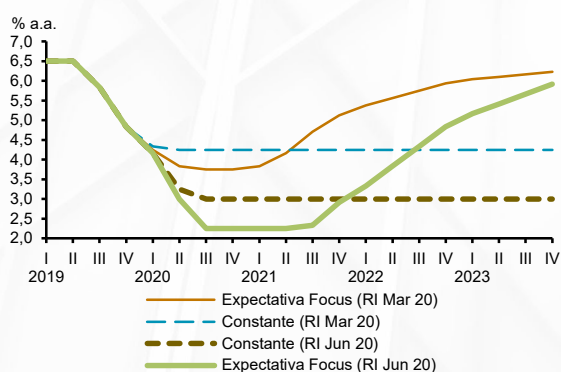
A mediana das expectativas para a taxa Selic extraídas da pesquisa Focus de 12.6.2020 é de queda de 0,75 p.p. na reunião do Copom de junho, chegando então a 2,25% a.a., e permanece nesse patamar até setembro de 2021, quando inicia trajetória ascendente, chegando a 3,00% a.a. no final de 2021, 5,00% a.a. no final de 2022 e 6,00% a.a. no final de 2023²³. Na comparação entre as pesquisas de 13.3.2020

Gráfico 2.1 – Taxa de câmbio usada nas projeções



Obs.: Os valores referem-se a médias trimestrais.

Gráfico 2.2 – Meta da taxa Selic usada nas projeções



Obs.: Os valores referem-se a médias trimestrais.

21/ A metodologia do IPCA para cursos regulares prevê coletas em fevereiro e agosto na maior parte das regiões metropolitanas. Por isso, descontos concedidos por algumas escolas durante a pandemia não foram mensurados no IPCA até o momento. Podem ser o caso as escolas permaneçam fechadas em agosto. Nessa situação, porém, considerando a hipótese de que as escolas reabram em algum momento do segundo semestre e os descontos por conseguinte se revertam, o IPCA não capturaria a volta dos preços à normalidade ainda neste ano.

22/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio R\$/US\$ observada nos cinco dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

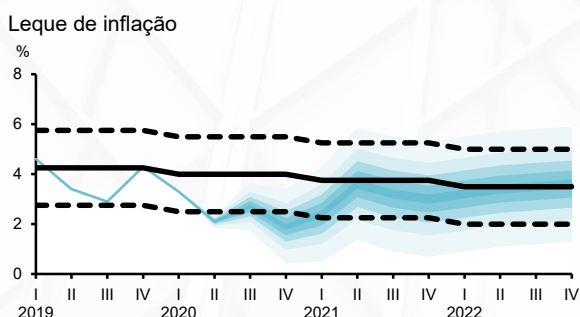
23/ Como descrito no box "Modelo agregado de pequeno porte – 2017" (Relatório de Inflação de junho de 2017), a trajetória da taxa do *swap* pré-DI de 360 dias depende da trajetória da taxa Selic usada como condicionante para o mesmo período e da trajetória do prêmio (diferença entre a taxa do *swap* e a taxa esperada para a Selic). Portanto, a taxa do *swap* ao longo de 2022 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2023.

Tabela 2.3 – Projeções centrais de inflação em diferentes cenários

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	II		2,1	2,1	2,1	2,1
2020	III		2,7	3,0	2,7	3,0
2020	IV	4,00	1,9	2,4	2,0	2,3
2021	I		2,4	3,0	2,5	2,9
2021	II		3,6	4,1	3,7	4,0
2021	III		3,2	3,5	3,3	3,3
2021	IV	3,75	3,0	3,2	3,2	3,0
2022	I		3,2	3,2	3,3	3,1
2022	II		3,4	3,3	3,5	3,2
2022	III		3,5	3,2	3,5	3,3
2022	IV	3,50	3,6	3,2	3,5	3,3

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

Gráfico 2.3 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes



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

Tabela 2.4 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2020	II	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
2020	III	2,3	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1
2020	IV	1,3	1,6	1,8	1,9	2,0	2,2	2,5
2021	I	1,6	2,0	2,3	2,4	2,5	2,8	3,2
2021	II	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2021	III	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2021	IV	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9
2022	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	II	2,5	2,9	3,2	3,4	3,6	3,9	4,3
2022	III	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2022	IV	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5

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

e 12.6.2020, a taxa Selic é mais baixa em todo o horizonte considerado (Gráfico 2.2). Consistente com essa trajetória para a taxa Selic e o comportamento dos prêmios de risco, nos cenários que utilizam essa trajetória, a taxa projetada do *swap* pré-DI de 360 dias, depois de atingir um mínimo no terceiro trimestre de 2020, entra em trajetória ascendente ao longo de todo horizonte de projeção restante.

As projeções aqui apresentadas dependem ainda de considerações sobre a evolução das reformas e ajustes necessários na economia. Seus efeitos sobre as projeções são capturados por meio dos preços de ativos, do grau de incerteza, das expectativas apuradas pela pesquisa Focus e através do seu efeito na taxa de juros estrutural da economia. Além desses canais, a política fiscal influencia as projeções condicionais de inflação por meio de impulsos sobre a demanda agregada.

Com base na combinação das projeções de curto prazo e dos condicionantes acima, foram construídas projeções para a variação do IPCA acumulada em quatro trimestres. Essas projeções se baseiam na utilização de um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinado com exercício de julgamento.

A projeção central associada ao cenário que combina taxas Selic e de câmbio constantes por todo o horizonte de projeção indica que a inflação acumulada em quatro trimestres, após atingir valor observado de 3,3% no primeiro trimestre de 2020, termina 2020 ao redor de 1,9%, subindo para 3,0% em 2021 e 3,6% em 2022 (Tabela 2.3, Gráfico 2.3 e Tabela 2.4). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 1,3% para 2020 e 3,8% para 2021 e 2022.

Ainda nesse cenário, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2020 situam-se próximas de 0% e ao redor de 75%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 5% para o limite superior e 30% para o limite inferior e, para 2022, os valores são de 16% e 13%, respectivamente.

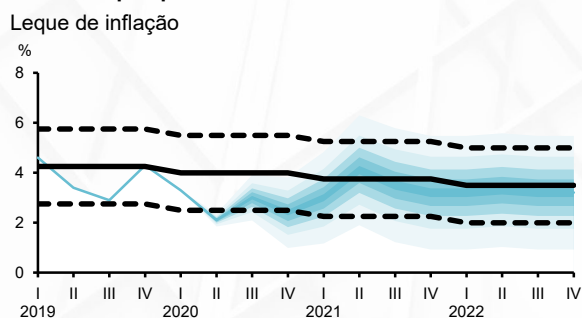
Na comparação com o Relatório de Inflação de março de 2020 (Tabela 2.5), as projeções de inflação no cenário com Selic e câmbio constantes caíram em todo o horizonte de projeção (1,1 p.p., 0,6 p.p. e 0,2 p.p. em 2020, 2021 e 2022, respectivamente). A queda nas projeções decorre basicamente dos

Tabela 2.5 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – Cenário com Selic e câmbio constantes

Ano	Trim.	RI de março	RI de junho
2020	II	3,2	2,1
2020	III	3,5	2,7
2020	IV	3,0	1,9
2021	I	3,5	2,4
2021	II	3,8	3,6
2021	III	3,8	3,2
2021	IV	3,6	3,0
2022	I	3,6	3,2
2022	II	3,7	3,4
2022	III	3,7	3,5
2022	IV	3,8	3,6

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

Gráfico 2.4 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus



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

Tabela 2.6 – Projeção de inflação no cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2020	II	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
2020	III	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2020	IV	1,8	2,1	2,3	2,4	2,5	2,7	3,0
2021	I	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,4	3,8
2021	II	3,2	3,6	3,9	4,1	4,3	4,6	5,0
2021	III	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2021	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	I	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	II	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2022	III	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1

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

efeitos da crise causada pela pandemia da Covid-19. Os efeitos foram extremamente significativos e maiores que o previsto no trimestre encerrado em maio, com deflação acumulada de 0,62% (Tabela 2.1), especialmente afetada pela queda do preço de petróleo. A crise da Covid-19 produziu queda mais acentuada do que esperada na demanda agregada, ocasionada pela significativa elevação da incerteza, forte desaceleração global e, principalmente, por fatores específicos da crise, como a redução da demanda por serviços. As projeções foram ainda impactadas pelas quedas nas expectativas de inflação para 2020 e 2021, também associadas à crise da pandemia. No sentido de aumentar as projeções de inflação, contribuíram a depreciação cambial (compensada apenas parcialmente pelo movimento recente de apreciação), o valor mais baixo da taxa Selic considerado e as medidas fiscais contracíclicas.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em maio (230ª reunião), houve redução de aproximadamente 0,4 p.p. para 2020 e 0,2 p.p. para 2021 (ver Ata da 230ª reunião). Os fatores principais foram a atividade econômica mais baixa do que esperada, a queda nas expectativas de inflação e a apreciação cambial recente. No sentido de aumentar as projeções, contribuíram o nível mais baixo da Selic utilizado, a elevação dos preços das *commodities* e o aumento do caráter expansionista da política fiscal.

No cenário com taxas Selic e de câmbio da pesquisa Focus, a projeção central indica que a inflação finaliza 2020 em torno de 2,4% e sobe para cerca de 3,2% em 2021 e 2022 (Gráfico 2.4 e Tabela 2.6). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de cerca de 2,0% para 2020, 3,7% para 2021 e 3,4% para 2022.

Nesse cenário, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2020 situam-se próximas de 0% e ao redor de 55%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 7% para o limite superior e 25% para o limite inferior e, para 2022, os valores são de 10% e 19%, respectivamente.

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de março de 2020 (Tabela 2.7), a projeção caiu em cerca de 0,2 p.p. para 2020, ficou estável para 2021 e caiu 0,1 p.p. para 2022. Nesse cenário, as reduções nas projeções foram menores do que no cenário com Selic e câmbio constantes principalmente pelo

Tabela 2.7 – Projeções nos Relatórios anterior e atual – Cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus

Ano	Trim.	RI de março	RI de junho
2020	II	3,0	2,1
2020	III	3,1	3,0
2020	IV	2,6	2,4
2021	I	3,0	3,0
2021	II	3,3	4,1
2021	III	3,4	3,5
2021	IV	3,2	3,2
2022	I	3,2	3,2
2022	II	3,2	3,3
2022	III	3,2	3,2
2022	IV	3,3	3,2

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

fato de a trajetória de câmbio da pesquisa Focus ter subido mais do que a elevação observada no cenário com câmbio constante (Gráfico 2.1).

Na comparação com o cenário com Selic e câmbio constantes, as projeções de inflação do cenário com Selic e câmbio da pesquisa Focus são superiores entre o terceiro trimestre de 2020 e o quarto trimestre de 2021 e inferiores a partir do segundo trimestre de 2022. Na pesquisa Focus, a trajetória da Selic mais baixa que a do cenário com Selic constante até o quarto trimestre de 2021 pressiona a inflação para cima e, depois, a trajetória mais alta contribui para uma inflação mais baixa. No caso da taxa de câmbio da pesquisa Focus, os valores em 2020 superiores aos da taxa de câmbio constante pressionam a inflação para cima, juntando-se ao efeito da Selic mais baixa. Depois, a trajetória de apreciação cambial contribui para uma inflação menor.

No cenário híbrido com câmbio constante e taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, as projeções de inflação são de cerca de 2,0% para 2020, 3,2% para 2021 e 3,5% para 2022 (Tabela 2.8). Nesse cenário, as projeções para a inflação de preços administrados são de 1,3% para 2020 e 3,8% para 2021 e 2022.

Nesse cenário, as probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites superior e inferior do intervalo de tolerância da meta em 2020 situam-se próximas de 0% e ao redor de 72%, respectivamente. Para 2021, as probabilidades são de 7% para o limite superior e 25% para o limite inferior e, para 2022, os valores são de 14% para ambos os limites.

Tabela 2.8 – Projeção de inflação no cenário com Selic da pesquisa Focus e câmbio constante
Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2020	II	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
2020	III	2,3	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1
2020	IV	1,4	1,7	1,9	2,0	2,1	2,3	2,6
2021	I	1,7	2,1	2,4	2,5	2,6	2,9	3,3
2021	II	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2021	III	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2021	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	I	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2022	II	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2022	III	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4
2022	IV	2,6	3,0	3,3	3,5	3,7	4,0	4,4

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

Nesse cenário, em relação ao Relatório de Inflação de março de 2020, a projeção caiu para 2020 e 2021 (1,0 p.p. e 0,4 p.p., respectivamente) e ficou estável para 2022. Além dos fatores apontados no cenário com Selic e câmbio constantes, destaca-se, como fator inflacionário, a trajetória mais baixa da taxa Selic em comparação à utilizada no Relatório de Inflação de março.

Entre o quarto trimestre de 2020 e o segundo trimestre de 2022, as projeções de inflação são superiores às do cenário com taxa Selic constante em virtude de a trajetória de Selic da pesquisa Focus ser mais baixa até o quarto trimestre de 2021. No último trimestre de 2022, entretanto, a projeção de inflação é mais baixa, refletindo os efeitos da trajetória mais alta para a Selic da pesquisa Focus a partir do primeiro trimestre de 2022.

Tabela 2.9 – Projeção de inflação no cenário com Selic constante e câmbio da pesquisa Focus
Projeção central e intervalos de probabilidade

Ano	Trim.	Intervalos de probabilidade (%)						
		50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
2020	II	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2
2020	III	2,6	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,4
2020	IV	1,7	2,0	2,2	2,3	2,4	2,6	2,9
2021	I	2,1	2,5	2,8	2,9	3,0	3,3	3,7
2021	II	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2021	III	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2021	IV	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9
2022	I	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0
2022	II	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2022	III	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2022	IV	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2

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

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em maio (230ª reunião), houve redução de aproximadamente 0,4 p.p. para 2020 e 0,2 p.p. para 2021 (ver Ata da 230ª reunião). Os fatores foram basicamente os mesmos que os apontados no cenário com Selic e câmbio constantes.

Por fim, no cenário híbrido com taxa de câmbio da pesquisa Focus e taxa Selic constante, as projeções de inflação são de aproximadamente 2,3%, 3,0% e 3,3% para 2020, 2021 e 2022, respectivamente (Tabela 2.9).

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

No cenário externo, a pandemia da Covid-19 continua provocando uma desaceleração significativa do crescimento global. Nesse contexto, apesar da provisão adicional de estímulos fiscal e monetário pelas principais economias e de alguma moderação na volatilidade dos ativos financeiros, o ambiente para as economias emergentes segue desafiador.

Em relação à atividade econômica, a divulgação do PIB do primeiro trimestre confirmou a sua maior queda desde 2015, refletindo os efeitos iniciais da pandemia. Indicadores recentes sugerem que a contração da atividade econômica no segundo trimestre será ainda maior. Prospectivamente, a incerteza permanece acima da usual sobre o ritmo de recuperação da economia ao longo do segundo semestre deste ano.

Diversas medidas de inflação subjacente se encontram abaixo dos níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.

A inflação no curto prazo tende a mostrar elevação refletindo, principalmente, os impactos da reversão do comportamento dos preços internacionais de petróleo e de reajustes de preços de itens administrados que foram postergados.

As expectativas de inflação para 2020, 2021 e 2022 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 1,6%, 3,0% e 3,5%, respectivamente.

Em sua reunião mais recente (231ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, reduzir a taxa básica de

juros em 0,75 ponto percentual, para 2,25% 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.

Na ocasião, o Copom comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, o nível de ociosidade pode produzir trajetória de inflação abaixo do esperado. Esse risco se intensifica caso a pandemia se prolongue e provoque aumentos de incerteza e de poupança precaucional e, conseqüentemente, uma redução da demanda agregada com magnitude ou duração ainda maiores do que as estimadas. Por outro lado, políticas fiscais de resposta à pandemia que piorem a trajetória fiscal do país de forma prolongada, ou frustrações em relação à continuidade das reformas, podem elevar os prêmios de risco. Adicionalmente, os diversos programas de estímulo creditício e de recomposição de renda, implementados no combate à pandemia, podem fazer com que a redução da demanda agregada seja menor do que a estimada, adicionando uma assimetria no balanço de riscos. Esse conjunto de fatores implica, potencialmente, uma trajetória para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

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.

O Copom entende que, neste momento, a conjuntura econômica prescreve estímulo monetário extraordinariamente elevado, mas reconhece que o espaço remanescente para a utilização de política monetária é incerto e deve ser pequeno. O Comitê avalia que a trajetória fiscal ao longo do próximo ano, assim como a percepção sobre sua sustentabilidade, serão decisivas para determinar o prolongamento do estímulo.

Neste momento, o Comitê considera que a magnitude do estímulo monetário já implementado parece compatível com os impactos econômicos da pandemia

da Covid-19. Para as próximas reuniões, o Comitê vê como apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no grau de estímulo monetário será residual. No entanto, o Copom segue atento a revisões do cenário econômico e de expectativas de inflação para o horizonte relevante de política monetária. O Comitê reconhece que, em vista do cenário básico e do seu balanço de riscos, novas informações sobre a evolução da pandemia, assim como uma diminuição das incertezas no âmbito fiscal, serão essenciais para definir seus próximos passos.

Cenários alternativos de projeção de inflação: impactos de choques de demanda e de oferta

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 também são analisados diversos cenários alternativos, os quais 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 atividade econômica e a inflação.¹ Em cada cenário, algumas variáveis são endógenas, isto é, suas projeções são geradas pelo próprio modelo, enquanto outras são exógenas, para as quais se utilizam trajetórias externas ao modelo. A definição das trajetórias para essas variáveis pode envolver o uso de modelos auxiliares ou “satélite”, julgamento, reprodução de episódios passados, dados da pesquisa Focus ou outros critérios predefinidos. Uma das formas pelas quais são elaborados cenários alternativos é a utilização de diferentes hipóteses para uma ou mais variáveis exógenas.²

Os cenários alternativos apresentados neste boxe foram construídos a partir do cenário híbrido com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus de 12.6.2020 e taxa de câmbio constante em R\$4,95/US\$, utilizado na reunião do Copom de junho (231ª reunião). Partindo desse cenário, altera-se a trajetória de uma variável exógena usada como condicionante para as projeções.³ O primeiro cenário simula um choque de demanda, baseado em trajetória alternativa para indicador de incerteza econômica, enquanto o segundo apresenta um choque de oferta referente a elevação nos preços do petróleo. Em ambos os cenários apresentados, há alteração apenas da trajetória da variável exógena de interesse, não considerando possíveis interações ou comovimentos entre as diversas variáveis exógenas.⁴

Choque de demanda

Uma das variáveis utilizadas na equação da curva IS é uma medida de incerteza econômica. Aumentos de incerteza econômica têm efeito contracionista sobre as decisões de investimento e consumo, desestimulando a atividade econômica e impactando o hiato do produto. Por esse canal, tais aumentos têm efeito desinflacionário na curva de Phillips de preços livres, que se propaga via inércia, tanto para os próprios preços livres, como para os preços administrados.⁵ Por outro lado, não se consideram aqui os possíveis efeitos da incerteza sobre a taxa de câmbio, que atuariam no sentido de aumentar a inflação.

1/ Ver boxe “Modelo agregado de pequeno porte – 2017”, do Relatório de Inflação de junho de 2017.

2/ Outra forma de construir os cenários alternativos envolve a utilização do mesmo conjunto de hipóteses para as variáveis exógenas em diferentes modelos de projeção.

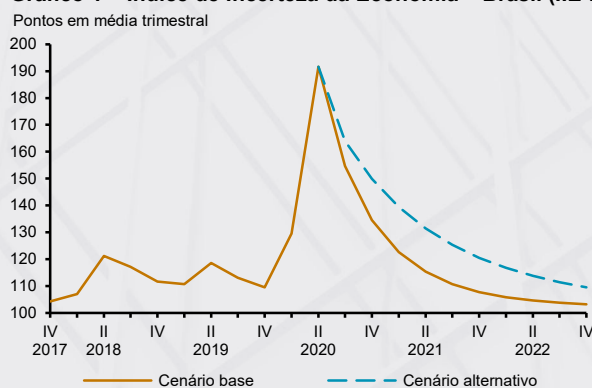
3/ Dessa forma, os cenários alternativos foram construídos utilizando a mesma trajetória exógena para a taxa de juros, não incorporando uma reação da autoridade monetária aos choques particulares de cada cenário.

4/ Para um exemplo de cenário com alterações simultâneas em diversas variáveis exógenas, ver boxe “Condicionamentos internamente consistentes para câmbio, incerteza econômica e risco-país”, do Relatório de Inflação de março de 2018.

5/ Ver boxes “Modelo agregado de pequeno porte – 2017”, do Relatório de Inflação de junho de 2017, e “Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

A principal medida do grau de incerteza econômica disponível no Brasil é o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), produzido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). O IIE-Br atingiu em abril de 2020 o maior valor da série histórica, refletindo os efeitos da pandemia da Covid-19 no país.⁶ O cenário base assume que, a partir da realização de maio de 2020, o IIE-Br retorna à sua média incondicional seguindo um processo autorregressivo univariado simples, estimado a partir de sua série histórica. Já o cenário alternativo usa um modelo semelhante, mas assumindo um retorno mais lento, recuperando os valores do final de 2019 apenas ao final de 2022 (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Índice de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br)



Nesse exercício, uma maior incerteza se reflete em uma recuperação mais lenta da economia que no cenário base, o que pressiona as projeções de inflação para baixo. No cenário alternativo, esse efeito sobre a atividade se traduz em projeções mais baixas que as projeções do cenário central em cerca de 0,2 p.p no final de 2021 e 0,3 p.p. no final de 2022 (Tabela 1).

Tabela 1 – Projeções de inflação: cenários base e alternativo

Ano	Trim.	Cenário base (CB)	Cenário alternativo (CA)	Diferença (CA) – (CB)
2020	I	3,3	3,3	0,0
2020	II	2,1	2,1	0,0
2020	III	2,7	2,7	0,0
2020	IV	2,0	2,0	0,0
2021	I	2,5	2,5	0,0
2021	II	3,7	3,6	-0,1
2021	III	3,3	3,2	-0,1
2021	IV	3,2	3,0	-0,2
2022	I	3,3	3,1	-0,2
2022	II	3,5	3,2	-0,3
2022	III	3,5	3,2	-0,3
2022	IV	3,5	3,2	-0,3

Obs.: Inflação medida pelo IPCA, variação percentual acumulada em quatro trimestres. Diferença em p.p.

Choque de oferta

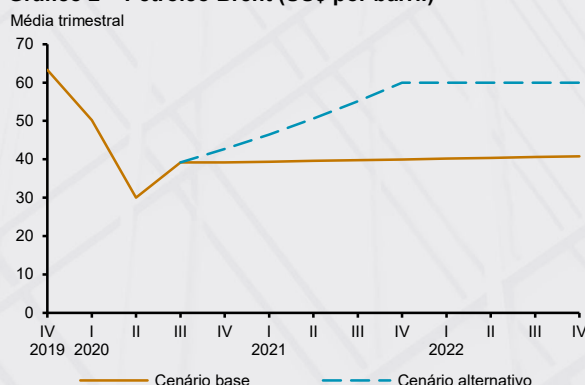
O preço do petróleo é uma variável central nos modelos de projeção de preços de combustíveis (gasolina, gás de bужão e óleo diesel), que fazem parte do conjunto de modelos de preços administrados.⁷ Depois de permanecer a maior parte de 2019 em valores superiores a US\$60 por barril, o preço do petróleo Brent apresentou forte queda entre fevereiro e abril de 2020, chegando a atingir menos de US\$20, em decorrência da queda na demanda global associada à crise da Covid-19 e de desacertos dos países exportadores de petróleo.

6/ Ver boxe “Efeitos econômicos da pandemia de Covid-19”, do Relatório de Inflação de março de 2020.

7/ Ver boxe “Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

O preço se recuperou em maio e junho (até a data de corte deste Relatório), atingindo valores em torno de US\$40. O cenário base supõe que o preço do petróleo Brent começa o segundo semestre em US\$39,20 por barril e tem pequena elevação nos dois anos seguintes, chegando a US\$39,98 no final de 2021 e US\$40,78 no final de 2022 (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Petróleo Brent (US\$ por barril)



Já o cenário alternativo assume que o preço do petróleo crescerá a uma taxa constante a partir do último trimestre de 2020, até atingir o valor de US\$60 por barril no último trimestre de 2021, valor um pouco abaixo da média do último trimestre de 2019, permanecendo constante nesse novo nível a partir do início de 2022. Essa trajetória alternativa para o preço do petróleo exerce um impacto direto sobre a inflação de preços de combustíveis, cujo efeito na inflação é amplificado pelos mecanismos inerciais.

O aumento das projeções de inflação de preços administrados e do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) no cenário alternativo, em comparação ao cenário base, ocorre a partir do quarto trimestre de 2020, atingindo seu máximo no final de 2021, com aumento nas projeções de inflação de preços administrados e do IPCA em 2,6 p.p. e 0,9 p.p., respectivamente (Tabela 2).

Tabela 2 – Projeções de inflação de preços administrados e do IPCA: cenários base e alternativo

Ano	Trim.	Inflação de preços administrados			Inflação do IPCA		
		Cenário base (CB)	Cenário alternativo (CA)	Diferença (CA) – (CB)	Cenário base (CB)	Cenário alternativo (CA)	Diferença (CA) – (CB)
2020	I	4,4	4,4	0,0	3,3	3,3	0,0
2020	II	-0,1	-0,1	0,0	2,1	2,1	0,0
2020	III	1,2	1,2	0,0	2,7	2,7	0,0
2020	IV	1,3	1,9	0,6	2,0	2,2	0,2
2021	I	2,1	3,3	1,2	2,5	2,9	0,4
2021	II	6,4	8,3	1,9	3,7	4,3	0,6
2021	III	4,9	7,5	2,6	3,3	4,2	0,9
2021	IV	3,8	6,4	2,6	3,2	4,1	0,9
2022	I	4,0	6,1	2,1	3,3	4,1	0,8
2022	II	4,1	5,7	1,6	3,5	4,1	0,6
2022	III	3,9	4,9	1,0	3,5	3,9	0,4
2022	IV	3,8	4,3	0,5	3,5	3,7	0,2

Obs.: Inflação de preços administrados e do IPCA acumulada em quatro trimestres (%). Diferença em p.p.

Considerações finais

Este boxe apresentou dois cenários alternativos de risco. O primeiro cenário simulou um choque de demanda, baseado em um retorno mais lento do choque recente no grau de incerteza econômica, que, ao desestimular a atividade econômica, gerou efeito de reduzir as projeções de inflação. Já o segundo cenário apresentou um choque de oferta causado por elevação nos preços do petróleo, levando a um aumento das projeções de inflação. Em ambos os casos, foi considerada alteração apenas da trajetória da variável exógena de interesse, não se considerando possíveis interações ou comovimentos entre as diversas variáveis exógenas. Esses cenários evidenciam a incerteza envolvida nas projeções de inflação e o importante papel dos condicionantes utilizados.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Roberto Oliveira Campos Neto
Presidente

Bruno Serra Fernandes
Diretor de Política Monetária

Carolina de Assis Barros
Diretora de Administração

Fabio Kanczuk
Diretor de Política Econômica

Fernanda Nechio
Diretora de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos

João Manoel Pinho de Mello
Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

Maurício Costa de Moura
Diretor de Relacionamento Institucional e Cidadania

Otávio Ribeiro Damaso
Diretor de Regulação

Paulo Sérgio Neves de Souza
Diretor de Fiscalização

Membros do Comitê de Política Monetária

Membros do Copom

Presidente

Roberto Oliveira Campos Neto

Diretor

Bruno Serra Fernandes

Diretora

Carolina de Assis Barros

Diretor

Fabio Kanczuk

Diretora

Fernanda Nechio

Diretor

João Manoel Pinho de Mello

Diretor

Maurício Costa de Moura

Diretor

Otávio Ribeiro Damaso

Diretor

Paulo Sérgio Neves de Souza

Departamentos cujos chefes são responsáveis por apresentações técnicas nas reuniões do Copom (Circular nº 3.868/2017)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

Fabia Aparecida de Carvalho

Departamento Econômico – Depec

Tulio José Lenti Maciel

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

André Minella

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

Flávio Túlio Vilela

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

André de Oliveira Amante

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

Alan da Silva Andrade Mendes

Siglas

a.a.	Ao ano
ABCR	Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias
ACC	Adiantamento de Contratos de Câmbio
ACR	Conta Ambiente de Contratação
Aneel	Agência Nacional de Energia Elétrica
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Caged	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
CCEE	Câmara de Comercialização de Energia Elétrica
Cide	Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico
CMN	Conselho Monetário Nacional
Codace	Comitê de Datação de Ciclos Econômicos
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Copom	Comitê de Política Monetária
Covid-19	Doença Coronavírus
CVA	Conta de Compensação de Variação dos Valores de Itens da “Parcela A”
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DP	Dupla ponderação
DSTAT	Departamento de Estatísticas
EUA	Estados Unidos da América
Ex-FE	Ex-Alimentação e Energia
FBCF	Formação bruta de capital fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICC	Indicador de Custo do Crédito
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICI	Índice de Confiança da Indústria
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICOM	Índice de Confiança do Comércio
ICS	Índice de Confiança de Serviços
ICVA	Índice Cielo de Varejo Ampliado
IDE	Investimento Direto no Exterior
IDP	Investimentos Diretos no País
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA-10	Índice de Preços ao Produtor Amplo –10

IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
Ipea	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IS	<i>Investment-saving</i>
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
MA	Médias aparadas
MS	Médias aparadas com suavização
NFE	Nota fiscal eletrônica
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
OER	<i>Owners' equivalent rent</i>
Opep+	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados
p.p.	Pontos percentuais
P55	Percentil 55
PCE	Deflator dos gastos com consumo
PEAC	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
PESE	Programa Especial de Sustentação do Emprego
PIB	Produto Interno Bruto
PIM-PF	Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física
PIS	Programa de Integração Social
PMC	Pesquisa Mensal do Comércio
PMI	Índice Gerente de Compras
PMS	Pesquisa Mensal de Serviços
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
Pronampe	Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
Proret	Procedimentos de Regulação Tarifária
PTC	Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito no Brasil
Repetro	Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural
RI	Relatório de Inflação
ROF	Registro de Operações Financeiras
SCR	Sistema de Informações de Crédito
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SGS	Sistema Gerenciador de Séries Temporais
TDR	Margem de transporte, distribuição e revenda