



BANCO CENTRAL DO BRASIL

O documento a seguir consta no Sistema Processos Eletrônicos (e-BC)
Cópia integral emitida em 10/01/2023 às 17h20 para presidencia@bcb.gov.br

OFÍCIO 423/2023-BCB/SECRE

Descrição: Carta Aberta explicando a inflação acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2022

*Assinado/Autenticado por: - CRISTIANO DE OLIVEIRA LOPES COZER:03016658771 em 10/01/2023;
ROBERTO DE OLIVEIRA CAMPOS NETO:07860201720 em 10/01/2023;*



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Ofício 423/2023-BCB/Gapre

Brasília, 10 de janeiro de 2023.

Ao Senhor
Fernando Haddad
Ministro de Estado da Fazenda
Presidente do Conselho Monetário Nacional

Assunto: Carta Aberta explicando a inflação acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2022

Senhor Ministro,

A sistemática de "metas para a inflação" foi instituída como diretriz para fixação do regime de política monetária por meio do Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999. O parágrafo único do artigo 4º do referido decreto estabelece que, caso a inflação fique fora do intervalo de tolerância da meta em determinado ano-calendário,

“o Presidente do Banco Central do Brasil divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deverá conter:

I - descrição detalhada das causas do descumprimento;

II - providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e

III - o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.”

2. Em 2022, a taxa de inflação, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), alcançou 5,79%, situando-se acima do limite superior do intervalo de tolerância de 1,50 ponto percentual (p.p.) em torno da meta de 3,50% ao ano (a.a.), estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) por meio da Resolução 4.724, de 27 de junho de 2019.

3. Portanto, em cumprimento ao estabelecido no parágrafo único do artigo 4º do decreto mencionado, encaminho ao Senhor esta carta aberta.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bc.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

I. Causas de a inflação ter ficado acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2022

4. Os principais fatores que levaram a inflação em 2022 a ultrapassar o limite superior de tolerância foram os seguintes: i. inércia da inflação do ano anterior; ii. elevação dos preços de *commodities*, em especial do petróleo; iii. desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos e gargalos nas cadeias produtivas globais; iv. choques em preços de alimentação, resultantes de questões climáticas; e v. retomada na demanda de serviços e no emprego, impulsionada pelo acentuado declínio da quantidade de casos de Covid-19 e consequente aumento da mobilidade. Por outro lado, vários fatores agiram no sentido contrário, reduzindo o desvio da inflação em relação à meta: i. redução na tributação sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações; ii. comportamento da bandeira de energia elétrica, que passou de escassez hídrica para bandeira verde; iii. apreciação cambial; e iv. hiato do produto no campo negativo. Nesse sentido, ressalta-se o papel do aperto da política monetária para a contenção da inflação. A política monetária, que, em 2021 já havia passado do estímulo extraordinariamente elevado para o território contracionista, avançou substancialmente no terreno contracionista em 2022.

5. Os fatores citados acima se traduziram em variações díspares de preços entre diferentes grupos (Tabela 1 e Gráfico 1). Em 2022, os preços livres aumentaram 9,39%, enquanto os preços administrados recuaram 3,83%. A inflação da alimentação no domicílio foi de 13,23%, refletindo questões climáticas, pressões de insumos e preços internacionais de *commodities* agrícolas em alta. A inflação de bens industriais atingiu 9,54%, refletindo ainda os gargalos nas cadeias produtivas, mais intensos no primeiro semestre do ano. Entretanto, observou-se redução no ritmo de alta nos preços de bens industriais ao longo do ano (6,73% no acumulado no segundo semestre de 2021, 6,52% no primeiro semestre de 2022 e 2,84% no segundo semestre de 2022). A inflação de serviços em 2022 foi de 7,58%, influenciada pela retomada na atividade do setor após retração durante a pandemia. Refletindo esses fatores, a inflação de serviços começou o ano em movimento ascendente, mas apresentou relativa estabilidade a partir de meados do ano. Por fim, a queda nos preços administrados decorreu das reduções nos preços de combustíveis e de energia elétrica decorrentes da desoneração tributária e, no caso deste último, também em função da mudança na bandeira tarifária.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

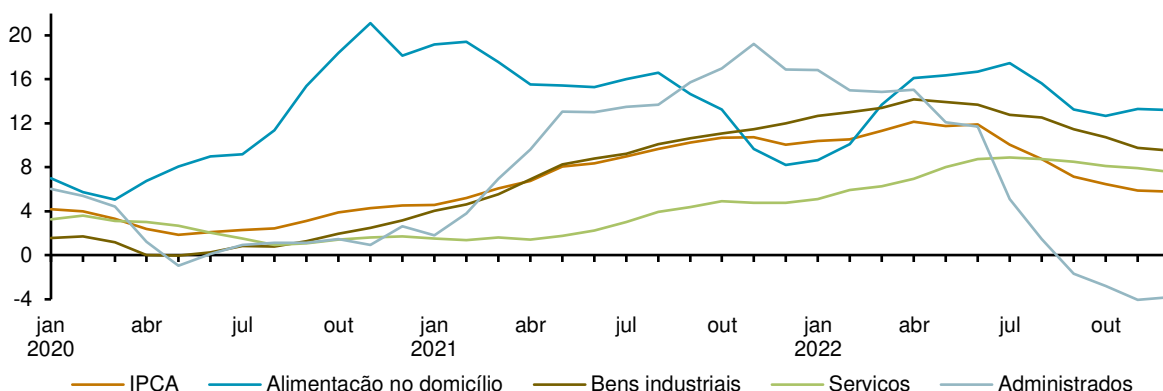
Tabela 1 – Componentes selecionados do IPCA em 2022

| Componentes e itens selecionados | Variação (%) | Peso no IPCA (%) | Contribuição para a variação do IPCA (p.p.) |
|----------------------------------|--------------|------------------|---|
| Livres | 9,39 | 72,73 | 6,83 |
| Alimentação no domicílio | 13,23 | 14,98 | 1,98 |
| Bens industriais | 9,54 | 23,32 | 2,23 |
| Etanol | -25,42 | 0,96 | -0,25 |
| Ex-Etanol | 11,05 | 22,36 | 2,47 |
| Serviços | 7,58 | 34,43 | 2,61 |
| Telecomunicações | -1,01 | 5,21 | -0,05 |
| Serviços subjacente | 8,90 | 20,35 | 1,81 |
| Administrados | -3,83 | 27,27 | -1,04 |
| Gasolina | -25,78 | 6,58 | -1,70 |
| Gás de botijão | 6,27 | 1,38 | 0,09 |
| Energia elétrica residencial | -19,01 | 5,07 | -0,96 |
| IPCA | 5,79 | 100,00 | 5,79 |

Fonte: IBGE e BC

Gráfico 1 – Inflação do IPCA e componentes

Variação acumulada em doze meses
%



Fonte: IBGE e BC

6. O papel dos fatores determinantes da inflação pode ser analisado quantitativamente por meio de procedimento de decomposição da inflação, cujos resultados são usualmente apresentados anualmente no Relatório de Inflação¹. Utilizando modelos do Banco Central do Brasil

¹ Ver, por exemplo, box “Decomposição da Inflação de 2021”, do Relatório de Inflação de março de 2022. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver box “Decomposição da Inflação de 2017”, do Relatório de Inflação de março de 2018, e CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016), “Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014”, Banco Central do Brasil, Trabalho para Discussão n° 440.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

(BC)², são identificadas as contribuições, tanto positivas como negativas, dos seguintes fatores para o desvio da inflação em relação à meta: (i) inércia associada ao desvio da inflação do ano anterior em relação à meta; (ii) diferença entre as expectativas de inflação dos agentes, medidas pela pesquisa Focus conduzida pelo BC, e a meta para a inflação; (iii) inflação importada (combinação de variação da taxa de câmbio e dos preços de *commodities* – incluindo petróleo) como desvio da meta; (iv) hiato do produto; (v) bandeira de energia elétrica; (vi) desoneração tributária sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações; e (vii) demais fatores. Este último item inclui fatores não considerados nos itens anteriores, principalmente condicionamentos específicos de preços administrados, efeito de anomalias climáticas e uma parte não explicada pelo modelo (choques na curva de Phillips de preços livres e nas equações dos preços administrados). Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

7. Utilizando a metodologia mencionada acima, os principais fatores para o desvio de 2,29 p.p. da inflação em relação à meta advieram da inércia do ano anterior (como desvio da meta), com contribuição de 2,74 p.p., das expectativas de inflação (como desvio da meta), com contribuição de 1,02 p.p., e de componente referente a choque na curva de Phillips dos preços livres,³ com contribuição de 2,03 p.p., que está dentro do item “demais fatores” (2,22 p.p.) (Gráfico 2). Ainda sobre este último item, utilizando o modelo desagregado de pequeno porte⁴, é possível fazer uma investigação setorial sobre o choque na curva de Phillips de preços livres. Nesse caso, estima-se que os choques na inflação dos preços de alimentação no domicílio, de bens industriais e de serviços contribuíram respectivamente com 1,01 p.p., 1,13 p.p. e -0,11 p.p. para a inflação do IPCA.⁵ No caso dos bens industriais, pode-se considerar que os choques refletem um fenômeno global, principalmente no que se refere aos problemas logísticos e aos desequilíbrios entre oferta e demanda globais.⁶ O choque na inflação de bens industriais em 2022 foi o segundo maior na amostra considerada a partir de 2005, sendo menor apenas do que em 2021, quando houve um período mais agudo de problemas nas cadeias globais de produção⁷. Dentro do item inflação importada (0,11 p.p.), os preços de *commodities* e a taxa de câmbio se moveram no sentido oposto: as elevações do preço do petróleo (de 11,0%, na comparação da média do último trimestre de 2022 com o mesmo

² Em particular, ver o box “Revisão do modelo agregado de pequeno porte”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2021. A análise de alguns fatores relacionados a preços administrados, como desonerações tributárias ou bandeiras tarifárias em energia elétrica, é feita por especialistas, uma vez que o modelo não contempla esses aspectos.

³ O componente de choque da curva de Phillips procura capturar os fatores de oferta que, embora afetem a inflação de preços livres, não estão incluídos no modelo, tais como a presença de gargalos nas cadeias produtivas globais e quebras de safras agrícolas.

⁴ Sobre o modelo desagregado, ver o box “Novo modelo desagregado de pequeno porte”, do Relatório de Inflação de março de 2021.

⁵ Apesar da utilização de modelos diferentes, a soma dos três componentes estimados (2,03 p.p.) no modelo desagregado acabou por corresponder exatamente ao choque estimado na curva de Phillips dos preços livres do modelo agregado.

⁶ Os choques representam toda a parte não explicada pela curva de Phillips de bens industriais. Portanto, eles não captam somente o impacto dos gargalos produtivos. Entretanto, considerando diferentes evidências sobre o impacto desses gargalos, pode-se considerar que eles são o principal fator.

⁷ Com relação ao choque de alimentos, embora a magnitude seja considerável, esse choque tem variância maior e choques dessa magnitude no passado foram mais comuns.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br

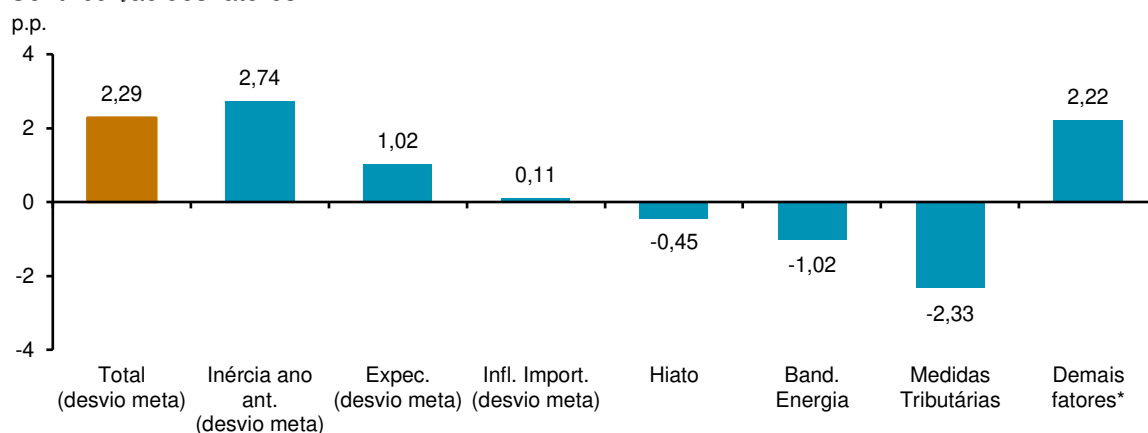


BANCO CENTRAL DO BRASIL

período de 2021) e das *commodities* em geral, medidas pelo Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br), contribuíram com 0,68 p.p. e 0,16 p.p., respectivamente, enquanto a variação na taxa de câmbio contribuiu com -0,73 p.p.⁸ No sentido de reduzir a inflação, destacam-se as contribuições negativas dos seguintes fatores: i. medidas tributárias sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações (contribuição de -2,33 p.p.)⁹; ii. passagem da bandeira de energia elétrica de escassez hídrica em dezembro de 2021 para bandeira verde a partir de abril de 2022 (contribuição de -1,02 p.p.); iii. apreciação cambial (contribuição de -0,73 p.p.); e iv. hiato do produto negativo (contribuição de -0,45 p.p.).

Gráfico 2 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2022

Contribuição dos fatores



* Contribuição para a inflação como desvio da meta depois de excluídos os seguintes fatores: inércia associada à parcela da inflação do ano anterior que se desviou da meta; expectativas como desvio da meta; inflação importada como desvio da meta; hiato do produto; bandeira de energia e medidas tributárias.

Fonte: BC

8. A inércia teve uma contribuição importante para a inflação em 2022 em função da elevada inflação em 2021, de 10,06%, afetando tanto a inflação de preços livres (contribuição de 2,30 p.p. para a inflação de preços livres e de 1,72 p.p. para a inflação do IPCA via preços livres) como a de preços administrados (contribuição de 4,12 p.p. para a inflação de preços administrados

⁸ As contribuições dos preços externos foram construídas supondo-se desvios em relação a 2,0% a.a. para a variação do preço de *commodities* (em dólares), coerente com inflação externa de longo prazo no mesmo patamar, e 1,5% a.a. para a taxa de câmbio nominal, consistente com condições de longo prazo de modelagem da curva de Phillips para os preços livres.

⁹ Essa estimativa considera apenas o impacto direto das medidas sobre os bens e serviços afetados, e incorpora apenas a parcela do impacto das medidas que teria se materializado em redução de preços ao consumidor no ano de 2022. A estimativa não vem do modelo, mas de análise de especialistas, e considera mudanças de alíquotas, de base de cálculo, e, no caso de energia elétrica, o maior montante devolvido aos consumidores de tributos recolhidos em excesso no passado. A estimativa do BC assemelha-se às estimativas dos analistas de mercado: no Questionário Pré-Copom Outubro de 2022, os analistas reportaram impacto potencial de -2,5 p.p., sendo -2,2 p.p. incorporados às suas projeções (esses números se referem à mediana das respostas).

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br

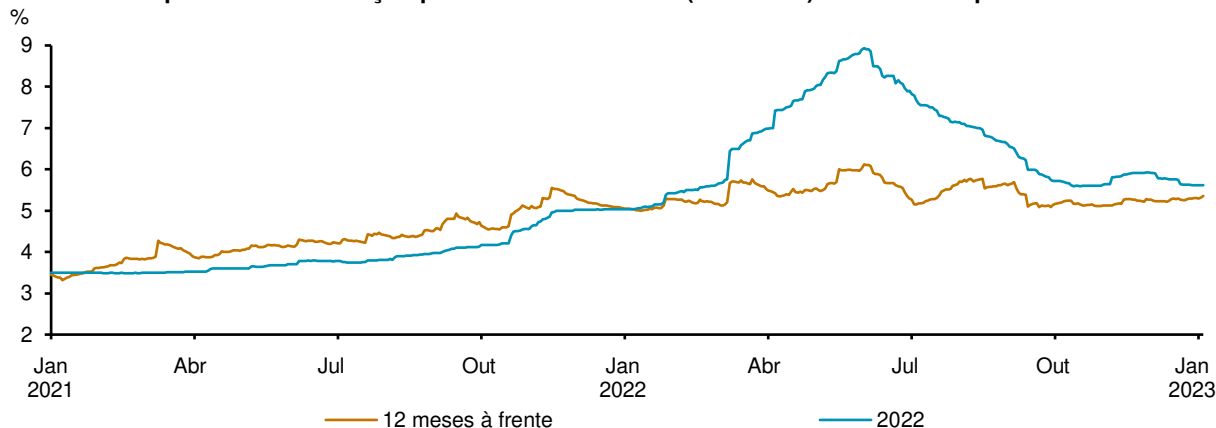


BANCO CENTRAL DO BRASIL

e de 1,02 p.p. para a inflação do IPCA via preços administrados). No caso dos preços livres, a inflação passada significa pressão corrente de custos, advinda tanto de outros preços de bens e serviços utilizados como insumos, quanto de mecanismos inerciais informais de indexação salarial. Por exemplo, os reajustes nas negociações salariais tenderam a acompanhar o movimento da inflação passada, embora com variações inferiores à inflação em boa parte do ano. O modelo capta esse efeito tanto por um termo referente à inflação acumulada em doze meses, como por um termo que mede a inflação de preços livres no trimestre anterior. No caso dos preços administrados, o destaque é para arranjos institucionais que vinculam o reajuste dos preços à inflação passada, com destaque para os casos dos itens planos de saúde e medicamentos.¹⁰ Ressalta-se ainda que houve aumento da inflação ao longo da maior parte de 2021, o que potencializou o efeito inercial sobre o ano seguinte.

9. As pressões inflacionárias e a perspectiva da manutenção dos seus fatores ou da sua propagação afetaram as expectativas de inflação. De acordo com a pesquisa Focus, a mediana das expectativas para a inflação doze meses à frente (suavizada), medida utilizada pelo modelo, iniciou 2022 em torno de 5,1%, apresentando tendência de alta até início de junho, quando atingiu pico de 6,12%, e depois caiu, influenciada pelas medidas de desoneração tributária, terminando o ano em torno de 5,30% (Gráfico 3). A mediana das expectativas para o ano-calendário de 2022 também apresentou tendência de alta, ultrapassando o limite superior do intervalo de tolerância no início de dezembro de 2021 e atingindo máximo de 8,9% no início de junho de 2022, quando entrou em trajetória majoritariamente descendente.

Gráfico 3 – Expectativas de inflação para 12 meses à frente (suavizada) e 2022 – Pesquisa Focus



Obs.: Dados do gráfico: 4/1/2021–6/1/2023.

Fonte: BC

10. As pressões advindas dos preços de *commodities* e das cadeias produtivas globais, embora de menor magnitude do que em 2021, também afetaram a inflação em 2022, especialmente no primeiro semestre do ano, além de terem atuado de forma indireta em 2022 por meio do elevado impacto na inflação de 2021. Essas pressões refletiram mudanças no padrão de consumo causadas

¹⁰ Ver o boxe “Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

pela pandemia, com parcela proporcionalmente maior da demanda direcionada para bens e impulsionada por políticas expansionistas, e, no caso de 2022, foram agravadas pela eclosão da guerra na Ucrânia. Esses desenvolvimentos, que ocorreram em nível global, geraram excesso de demanda em relação à oferta de curto prazo de diversos bens, causando um desequilíbrio que, em diversos países e setores, foi exacerbado por falta de mão de obra, problemas logísticos e gargalos de produção. De fato, a elevação significativa da inflação em 2021 e 2022 para níveis superiores às metas foi um fenômeno global, atingindo a maioria dos países emergentes (Gráfico 4)¹¹. Segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI), a inflação do grupo dos países avançados deve atingir 7,2% em 2022, após ter sido em média 1,51% entre 2010 e 2019¹². No segundo semestre de 2022, os preços de *commodities* tiveram queda, influenciados pela perspectiva de desaceleração econômica mundial e reequilíbrio da oferta de grãos. Mesmo assim, em geral, os níveis de preços no final de 2022 ainda eram superiores aos do final de 2021, à exceção das *commodities* metálicas. O IC-Br medido em dólar foi, na média do último trimestre de 2022, 5,1% superior ao do último trimestre do ano anterior (Gráfico 5). O movimento do preço do petróleo foi de maior amplitude (Gráfico 6). Considerando as médias mensais, o preço do petróleo medido pelo *Brent* saiu de US\$ 74,80 em dezembro de 2021 para alcançar pico de US\$117,50 em junho de 2022 (aumento de 57,1%) e recuar para US\$ 81,34 em dezembro (aumento de 8,7% em relação a dezembro de 2021), com valores médios no último trimestre de 2022 11,0% superiores aos do último trimestre de 2021.¹³ O preço do petróleo subiu de forma mais significativa do que os preços dos grupos de agropecuárias e metálicas do IC-Br e representa a *commodity* de maior repasse ao IPCA, dado o peso dos derivados de petróleo no índice.

¹¹ A utilização de expectativas como *proxy* para a inflação deve-se ao fato de que vários países ainda não divulgaram as inflações para o ano de 2022.

¹² World Economic Outlook (WEO) de outubro de 2022.

¹³ Notar que, mesmo que o preço do petróleo tivesse chegado ao final de 2022 nos mesmos níveis do final de 2021, em virtude do crescimento dentro do ano, a tendência é que o efeito líquido em 2022 ainda seria inflacionário, dadas as defasagens existentes nos repasses e os mecanismos inerciais de propagação da inflação captados no modelo.

Presidente

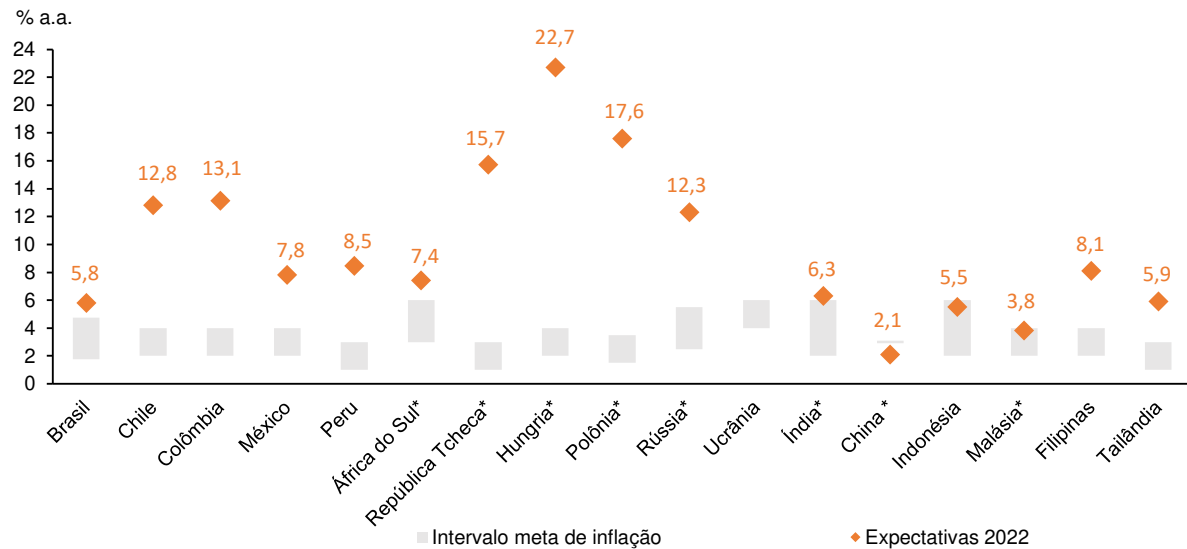
SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 4 - Inflação em países emergentes em 2022

Países selecionados



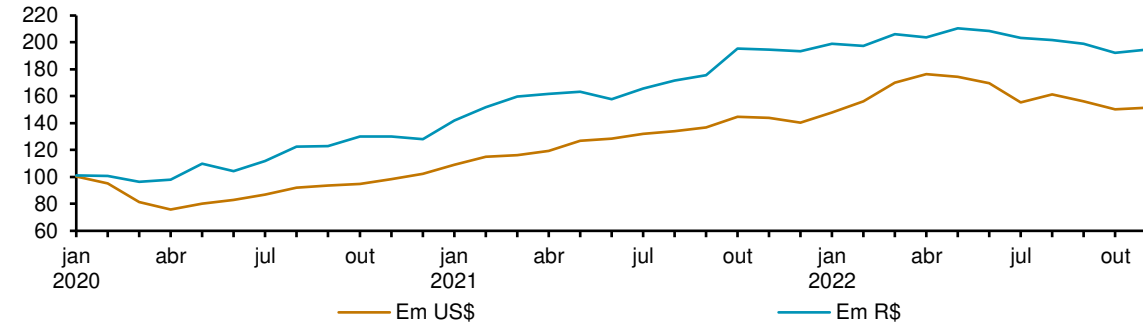
*Valores de expectativas de analistas advindas de pesquisas de bancos centrais ou da Bloomberg (números finais ainda não divulgados).

Fonte: IBGE, bancos centrais e Bloomberg.

Gráfico 5 – IC-Br

Médias mensais

Dez/2019 = 100



Fonte: BC

Presidente

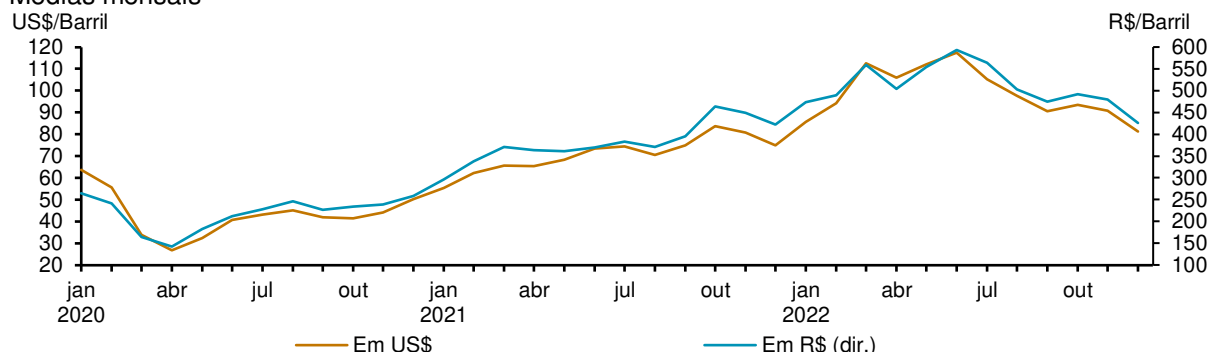
SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 6 – Preço do petróleo Brent

Médias mensais

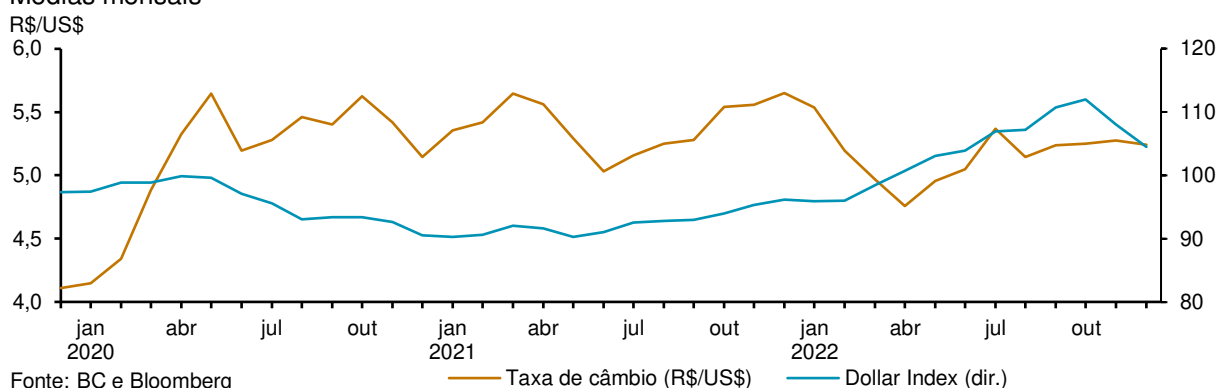


Fonte: Bloomberg e BC

11. Por outro lado, a taxa de câmbio amorteceu o aumento do preço de *commodities*. A taxa de câmbio teve movimento de apreciação nos primeiros meses de 2022 e, embora tenha depois depreciado, ainda atingiu no último trimestre de 2022 média 5,9% inferior ao do mesmo período do ano anterior (Gráfico 7). Entre meados de 2020 e 2021, havia ocorrido uma quebra no padrão histórico de movimentos positivamente correlacionados entre o valor da moeda nacional e o preço de *commodities*. Em 2022, por sua vez, esse comportamento foi retomado. A taxa de câmbio também foi afetada, no sentido de apreciação, pelo ciclo de aperto monetário doméstico e, no sentido de depreciação, pelo aperto nas condições financeiras nos países avançados. No final do ano, a taxa de câmbio se depreciou em relação aos pares (o Gráfico 7 apresenta a curva do *Dollar Index*¹⁴ para indicar os movimentos globais do dólar), refletindo, em parte, incertezas envolvendo as políticas fiscal e parafiscal e seus respectivos arranjos institucionais.

Gráfico 7 – Taxa de câmbio

Médias mensais



Fonte: BC e Bloomberg

12. No que diz respeito à atividade econômica, o ano de 2022 foi marcado pela continuidade da recuperação iniciada em 2021. No terceiro trimestre de 2022, o Produto Interno

¹⁴ O *Dollar Index* (DXY) é um índice produzido pela ICE (Intercontinental Exchange) que mede o valor do dólar norte-americano em comparação com uma cesta de moedas de países selecionados (euro, iene, libra esterlina e outros).

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br

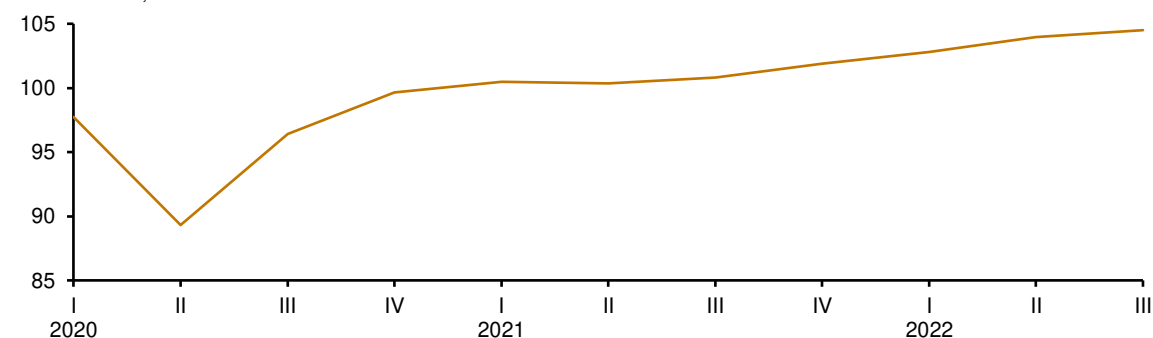


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Bruto (PIB), ajustado sazonalmente, foi 4,5% superior ao vigente antes da eclosão da pandemia (Gráfico 8). No acumulado do ano, o PIB cresceu 3,2% em relação ao mesmo período do ano anterior. O BC projeta crescimento de 2,9% para o ano de 2022. Como fatores positivos para o crescimento destacam-se o papel das políticas governamentais anticíclicas adotadas contra a Covid-19 e o fim do distanciamento social recuperando o setor de serviços, com impactos positivos também sobre o mercado de trabalho. Por outro lado, o ciclo de elevação na taxa de juros tem atuado de forma crescente no sentido contrário, encontrando-se em território significativamente contracionista, o que deve agir para moderar o ritmo de atividade econômica. O conjunto de indicadores divulgados nos últimos meses corrobora o cenário de desaceleração do crescimento esperado pelo BC. Em particular, a divulgação do PIB do terceiro trimestre de 2022 sinaliza uma redução no ritmo do crescimento em relação aos trimestres anteriores.

Gráfico 8 – Produto Interno Bruto

2019.IV = 100, a.s.



Fonte: IBGE

13. O mercado de trabalho apresentou resultados robustos em 2022. A taxa de desocupação ajustada sazonalmente continuou trajetória de declínio e se aproximou de 8%, patamar inferior ao de 11,7% vigente antes de pandemia (Gráfico 9). As contratações líquidas medidas pelo Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged) apontaram para criação líquida de 2,2 milhões de vagas nos últimos doze meses até novembro¹⁵ (Gráfico 10). Contudo, nos dados mais recentes, verificam-se sinais de acomodação. Nas últimas leituras, a queda na taxa de desemprego teve menor magnitude e refletiu redução na taxa de participação e não aumento da população ocupada. Além disso, notou-se um menor ritmo de geração líquida de postos de trabalho formais.

¹⁵ Dados sem a inclusão de declarações fora do prazo.

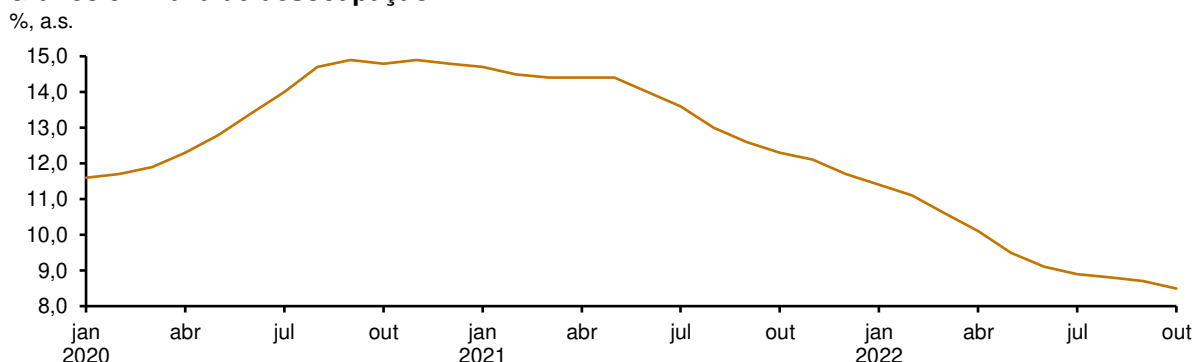
Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bc.gov.br



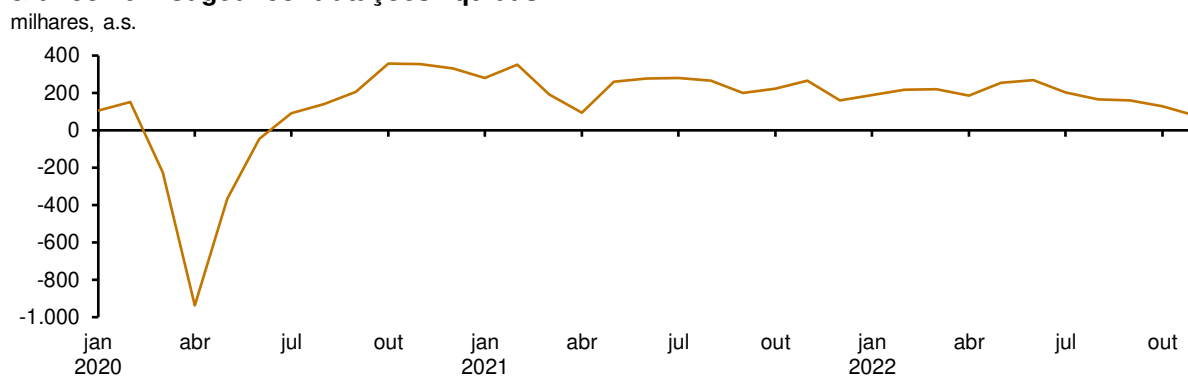
BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 9 – Taxa de desocupação



Fonte: IBGE e BC

Gráfico 10 – Caged: contratações líquidas



Fonte: MTP e BC

14. Um fator importante que contribuiu para a queda na inflação em 2022 em relação a 2021 foram as medidas tributárias envolvendo combustíveis, energia elétrica e telecomunicações. Como resultado, gasolina, etanol, energia elétrica e telecomunicações apresentaram deflação em 2022 de 25,78%, 25,42%, 19,01% e 1,01%, respectivamente (Tabela 1). Destacam-se a Lei Complementar 192, a Lei Complementar 194 e a Lei 14.385. Foram reduzidos impostos federais sobre combustíveis, as alíquotas do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações e alteradas as bases de cálculo do ICMS sobre combustíveis e sobre energia elétrica. As tarifas de energia também foram reduzidas em razão do adiantamento do repasse ao consumidor de tributos recolhidos em excesso no passado. No caso da energia elétrica, também contribuiu para a queda o movimento de normalização das bandeiras tarifárias. Em 2021, o fraco regime de chuvas havia levado ao acionamento de termoelétricas e de outras fontes de energia de custo mais elevado, resultando em aumento expressivo das tarifas de energia elétrica. Em abril de 2022, em virtude da substancial melhora nas condições hídricas, a bandeira escassez hídrica, vigente desde setembro de 2021, deu lugar à bandeira verde, contribuindo para a queda na inflação.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Tabela 2 – Bandeiras tarifárias de energia elétrica

| Mês | Bandeira tarifária | Valor (R\$/100kWh) |
|--------|--------------------|--------------------|
| dez-21 | Escassez Hidrica | 14,20 |
| jan-22 | Escassez Hidrica | 14,20 |
| fev-22 | Escassez Hidrica | 14,20 |
| mar-22 | Escassez Hidrica | 14,20 |
| abr-22 | Verde | 0,00 |
| mai-22 | Verde | 0,00 |
| jun-22 | Verde | 0,00 |
| jul-22 | Verde | 0,00 |
| ago-22 | Verde | 0,00 |
| set-22 | Verde | 0,00 |
| out-22 | Verde | 0,00 |
| nov-22 | Verde | 0,00 |
| dez-22 | Verde | 0,00 |

Fonte: Aneel e BC

15. Na análise setorial, os preços de bens industriais tiveram novamente variação elevada (9,54%) – a terceira maior em um ano-calendário desde o regime de metas (12,00% em 2021 e 10,10% em 2002). Merece destaque a alta nos preços de artigos de vestuário (18,02%), reflexo da elevação dos preços de insumos desde 2020, cujos repasses haviam sido represados no momento mais agudo da pandemia, quando a demanda foi prejudicada pelo distanciamento social. A inflação de bens industriais, especialmente no primeiro semestre de 2022, ainda refletiu gargalos nas cadeias produtivas globais, que envolveram esgotamento de estoques de insumos, escassez de semicondutores, maiores prazos de entrega e aumento de preços de fretes internacionais. A guerra na Ucrânia e a restrição de mobilidade na China acentuaram essas limitações e desequilíbrios. Por exemplo, no caso dos preços de automóvel novo e de aparelhos eletroeletrônicos, a alta acumulada no primeiro semestre de 2022 foi de 6,99% e 5,81%, respectivamente, enquanto no segundo semestre foi de 1,11% e -3,23%. Este arrefecimento está em linha com o que é sugerido pela evolução de diversas medidas de pressão de cadeias de suprimento, que evidenciam uma melhora substancial no segundo semestre do ano. A inspeção dos resíduos da equação do modelo desagregado referente a bens industriais corrobora que, durante a pandemia, os fatores acima citados implicaram em choques de maior magnitude neste período, mas que, na margem, o modelo tem voltado a apresentar um padrão de resíduos de menor magnitude e melhor aderência aos dados.

16. Ainda na análise setorial, a inflação de serviços aumentou em relação a 2021 (7,58% *versus* 4,75%), refletindo a continuidade do realinhamento de preços decorrente da reativação do setor com o fim do isolamento social, o hiato do produto mais fechado e a inércia da elevada inflação do ano anterior. Ressalta-se que serviços é o grupo que apresenta a maior sensibilidade em relação à inflação passada (quando se considera o modelo desagregado, a contribuição da inércia do ano anterior advém principalmente do impacto em serviços). O aumento da inflação de serviços envolveu tanto a medida subjacente (de 5,91% em 2021 para 8,90% em 2022) como outros componentes, com destaque para empregado doméstico (de 1,34% para 4,65%), cursos regulares

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

(de 2,64% para 7,21%) e passagem aérea (de 17,59% para 23,53%). Nos últimos meses, a inflação de serviços tem apresentado alguma moderação, embora seguindo ainda em níveis elevados.

17. Por fim, complementando a avaliação dos grupos da inflação, a inflação anual de alimentação no domicílio também aumentou em 2022 em relação a 2021 (13,23% *versus* 8,24%). Entre as altas, houve contribuições relevantes de leite e derivados; alimentos *in natura*; e farinha, massas e panificados. Os preços de leites e derivados aumentaram significativamente, refletindo a oferta prejudicada por questões climáticas e insumos mais caros. A forte alta dos preços dos alimentos *in natura* também teve componente climático, influenciada por chuvas intensas tanto no início quanto no final de 2022. Por fim, a alta internacional nos preços dos grãos em meados do ano, sob influência da guerra na Ucrânia e de estresse hídrico em importantes produtores globais, foi um fator relevante para a evolução dos preços de farinhas, panificados e massas.

18. A análise das projeções condicionais do BC para a inflação de 2022 corrobora os fatores elencados acima. As projeções condicionais do BC para a inflação de 2022 encontravam-se ao redor da meta até a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de setembro de 2021, quando iniciaram movimento ascendente que perdurou até a reunião de junho de 2022, atingindo o máximo de 8,8% (Gráfico 11). Posteriormente, as projeções apresentaram queda nas duas reuniões seguintes e relativa estabilidade nas últimas reuniões do ano. A subida das projeções condicionais esteve associada às surpresas inflacionárias de curto prazo, a novos aumentos nos preços de *commodities*, à persistência maior que a esperada dos efeitos dos gargalos nas cadeias produtivas globais, aos choques domésticos que afetaram os preços de alimentos, ao aumento das expectativas de inflação, à atividade econômica mais forte do que o esperado (com implicações para o hiato do produto) e aos efeitos inerciais da inflação em 2021 maior do que a projetada. O movimento de queda nas projeções produzidas no terceiro trimestre de 2022 resultou principalmente da aprovação das medidas de desoneração tributária, mas também do recuo no preço de *commodities*. Além disso, a elevação da trajetória da taxa Selic da pesquisa Focus ao longo do tempo contribuiu para gerar projeções de inflação mais baixas, refletindo o processo de aperto monetário. Atuou ainda a mudança na bandeira tarifária considerada para o final de 2022, inicialmente de vermelha patamar 2 para amarela e depois para verde. As expectativas da pesquisa Focus para a inflação de 2022 seguiram evolução semelhante à projetada pelo Copom.

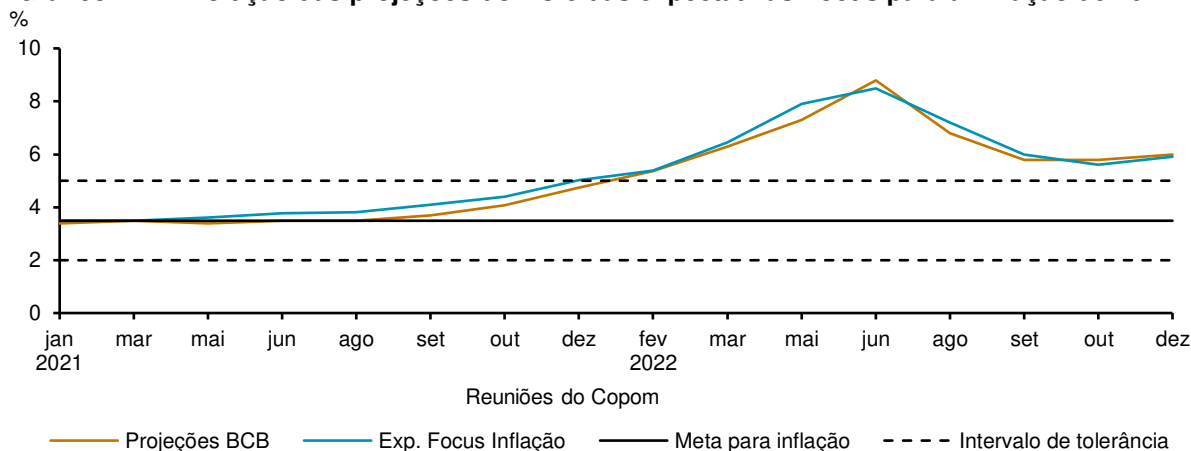
Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 11 – Evolução das projeções do BC e das expectativas Focus para a inflação de 2022



Obs.: As expectativas Focus são as coletadas na sexta-feira anterior à reunião do Copom. As linhas da meta de inflação e do intervalo de tolerância se referem apenas ao respectivo ano-calendário, mas, por questões visuais, são apresentadas para todos os trimestres.

Fonte: BC

II Providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos

19. O BC tem definido a meta para a taxa básica de juros, e continuará a fazê-lo, com vistas ao cumprimento das metas para a inflação estabelecidas pelo CMN.

20. Em 2020, a eclosão da pandemia da Covid-19 e seus fortes efeitos desinflacionários levaram o BC a reduzir a meta para a taxa Selic de 4,25% a.a. para o mínimo de 2,00% entre as reuniões de março e agosto daquele ano (Gráfico 12). Em paralelo, foram tomadas diversas medidas envolvendo liquidez, capital e crédito para se contraporem aos efeitos econômicos da pandemia. Nos últimos meses de 2020, observou-se uma sequência de surpresas altistas nos dados de inflação, fazendo com que o ano terminasse com inflação de 4,52%, ante meta de 4,00%. As surpresas ensejaram uma mudança na comunicação do Copom, que culminou com o início de ciclo de aperto monetário ainda no primeiro trimestre de 2021. Ao longo de 2021, a inflação corrente, as projeções condicionais para o horizonte relevante e o balanço de riscos foram se deteriorando, como reflexo dos seguintes choques: i. forte elevação dos preços de bens transacionáveis em moeda local, em especial os preços de *commodities*; ii. bandeira de energia elétrica de escassez hídrica; e iii. desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos, e gargalos nas cadeias produtivas globais. Em reação à mudança do cenário desde fins de 2020, o Copom passou a ajustar a política monetária ainda no primeiro trimestre de 2021, com a retirada do *forward guidance* na reunião de janeiro e com o início do processo de ajuste da meta para a taxa Selic na reunião de março, a qual terminou o ano em 9,25%.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br

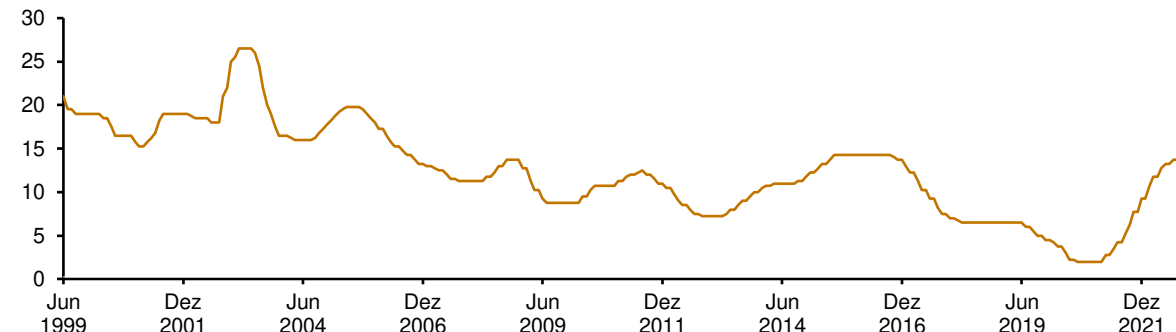


BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 12 – Meta da taxa Selic

Final de mês

% a.a.



Fonte: BC

21. Tendo em vista o aumento nas projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante de política monetária e o balanço de riscos, o processo de ajuste da meta para a taxa Selic se estendeu ao longo de 2022, embora em ritmo decrescente, até atingir o valor de 13,75% na reunião de agosto (Tabela 3). Durante esse ajuste, o Copom enfatizou a necessidade de o ciclo de aperto monetário avançar significativamente em território contracionista. Na reunião de fevereiro de 2022, foi mantido o aumento em 1,50 p.p. e, na reunião de março, o ritmo caiu para 1,0 p.p., com o Comitê indicando que o ciclo de juros nos cenários avaliados seria suficiente para a convergência da inflação para patamar em torno da meta ao longo do horizonte relevante. Na reunião de maio, o Comitê destacou que, para a próxima reunião, antevia como provável uma extensão do ciclo com um ajuste de menor magnitude, o que acabou se efetivando, com nova queda no ritmo de aumentos, para 0,50 p.p., nas reuniões de junho e agosto. Nesta última, o Comitê sinalizou que avaliaria a necessidade de um ajuste residual, de menor magnitude, em sua próxima reunião. Na reunião de setembro, o Copom manteve a meta para a taxa Selic, encerrando assim o ciclo de alta. Nessa e nas duas reuniões seguintes, o Comitê enfatizou que se manteria vigilante, avaliando se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros por período suficientemente prolongado seria capaz de assegurar a convergência da inflação. Também ressaltou que os passos futuros da política monetária poderiam ser ajustados e não hesitaria em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorresse como esperado. Nesse aspecto, cabe enfatizar o papel da comunicação da política monetária ao longo do ano que, buscando o melhor entendimento e a maior transparência do processo decisório presente e futuro, procurou coordenar as expectativas e levar ao aperto requerido das condições financeiras.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Tabela 3 – Decisões do Copom

| Reunião | Data decisão | Taxa Selic (% a.a.) | Varição (p.p.) |
|------------------|--------------|------------------------|-------------------|
| 236 ^a | 20/01/2021 | 2,00 | 0,00 |
| 237 ^a | 17/03/2021 | 2,75 | 0,75 |
| 238 ^a | 05/05/2021 | 3,50 | 0,75 |
| 239 ^a | 16/06/2021 | 4,25 | 0,75 |
| 240 ^a | 04/08/2021 | 5,25 | 1,00 |
| 241 ^a | 22/09/2021 | 6,25 | 1,00 |
| 242 ^a | 27/10/2021 | 7,75 | 1,50 |
| 243 ^a | 08/12/2021 | 9,25 | 1,50 |
| 244 ^a | 02/02/2022 | 10,75 | 1,50 |
| 245 ^a | 16/03/2022 | 11,75 | 1,00 |
| 246 ^a | 04/05/2022 | 12,75 | 1,00 |
| 247 ^a | 15/06/2022 | 13,25 | 0,50 |
| 248 ^a | 03/08/2022 | 13,75 | 0,50 |
| 249 ^a | 21/09/2022 | 13,75 | 0,00 |
| 250 ^a | 26/10/2022 | 13,75 | 0,00 |
| 251 ^a | 07/12/2022 | 13,75 | 0,00 |

Fonte: BC

22. A elevação da meta para a taxa Selic e as expectativas dos agentes sobre seus movimentos futuros, coordenadas pela comunicação de política monetária, levaram a um aumento expressivo da taxa real de juros *ex-ante*. Considerando a mediana das expectativas para a taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação, ambas extraídas da pesquisa Focus e medidas em termos de médias trimestrais, observou-se elevação considerável ao longo de 2021, passando de -1,3% na média do último trimestre de 2020 para 4,9% no último trimestre de 2021, e nova elevação ao longo de 2022, terminando o último trimestre em 7,8% (Gráfico 13). Portanto, o crescimento da trajetória da Selic nominal foi mais acentuado do que o aumento das expectativas de inflação na medida considerada. Esse movimento significou a passagem da política monetária do campo expansionista para o território contracionista (supondo uma taxa de juros real neutra de 4%¹⁶), conforme pretendido. Considerando a estimativa implícita na pesquisa Focus de 06/01/2023, a taxa real de juros permanece em 7,8% no primeiro trimestre de 2023 e então inicia trajetória declinante, atingindo 6,9% ao final de 2023, 5,2% ao final de 2024 e 4,7% ao final de 2025, ainda acima da taxa real neutra considerada nos modelos do BC. Nessa métrica, o aumento da taxa de juros real *ex-ante* neste ciclo é o maior ocorrido durante o regime de metas para a inflação.

¹⁶ Valor considerado a partir do Relatório de Inflação de junho de 2022.

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 13 – Selic real acum. quatro trimestres à frente

Médias trimestrais

% a.a.



Obs.: Selic real calculada com base na taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas variáveis extraídas da pesquisa Focus. Os valores para 2022-2025 foram calculados usando a coleta de 6/1/2023.

Fonte: BC

III - Prazo no qual se espera que as providências produzam efeito

23. As projeções condicionais do BC são de que a inflação acumulada em quatro trimestres prossiga a trajetória de queda ao longo de 2023, terminando o ano em patamar inferior ao de 2022. No Relatório de Inflação de dezembro de 2022, as projeções condicionais¹⁷ apontam para inflação de 5,0% em 2023 (queda de cerca de 0,8 p.p. em relação à inflação observada em 2022), 3,0% em 2024 e 2,8% em 2025, ante metas para a inflação de 3,25%, 3,00% e 3,00%, respectivamente (Gráfico 14). Portanto, o cenário é de convergência da inflação para as suas metas. Nesse cenário, em 2023, a inflação ainda se mantém superior à meta, em virtude principalmente da hipótese do retorno da tributação federal sobre combustíveis nesse ano e dos efeitos inerciais da inflação de 2022. Esses efeitos são contrabalançados pela política monetária, embora não de forma integral, em virtude das diferenças temporais entre os impactos dos choques, de prazo mais curto, e os efeitos da política monetária, mais concentrados no médio prazo. O Copom tem dado ênfase ao horizonte de seis trimestres à frente, que reflete o horizonte relevante, suaviza os efeitos diretos decorrentes das mudanças tributárias, mas incorpora os seus impactos secundários. Nesse horizonte, referente ao segundo trimestre de 2024, a projeção de inflação acumulada em doze meses situa-se em 3,3%. O Comitê julga que a incerteza em torno das suas premissas e projeções atualmente é maior do que o usual. As expectativas de inflação da pesquisa Focus (6/1/2023) também apontam para redução da inflação, embora em menor magnitude, com valores em torno de 5,4% para 2023, 3,7% para 2024 e 3,3% para 2025 (Gráfico 15).

¹⁷ Elaboradas com informações disponíveis até 7/12/2022 e utilizando trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus (de 2/12/2022) e taxa de câmbio partindo de R\$5,25/US\$ (média arredondada da cotação média na semana anterior à da reunião do Copom) e evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC).

Presidente

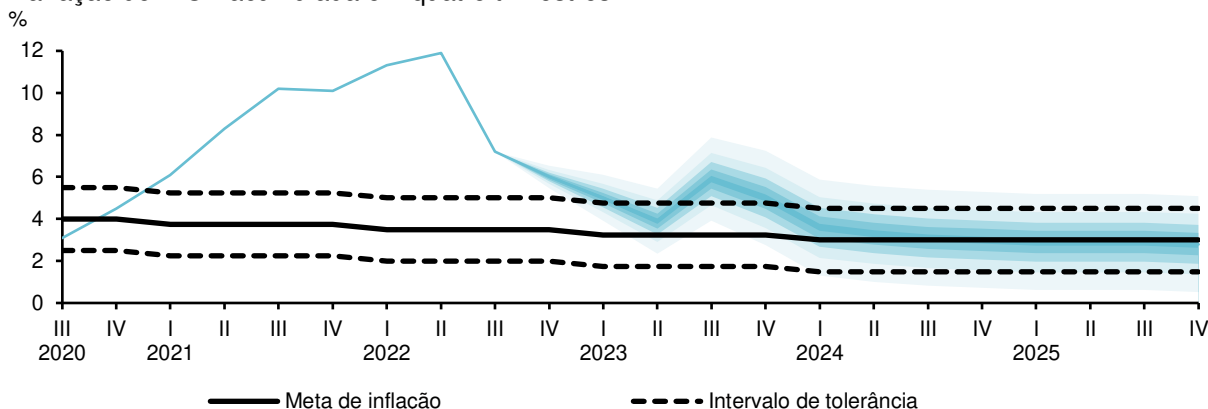
SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

Gráfico 14 – Projeção e leque de inflação – cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

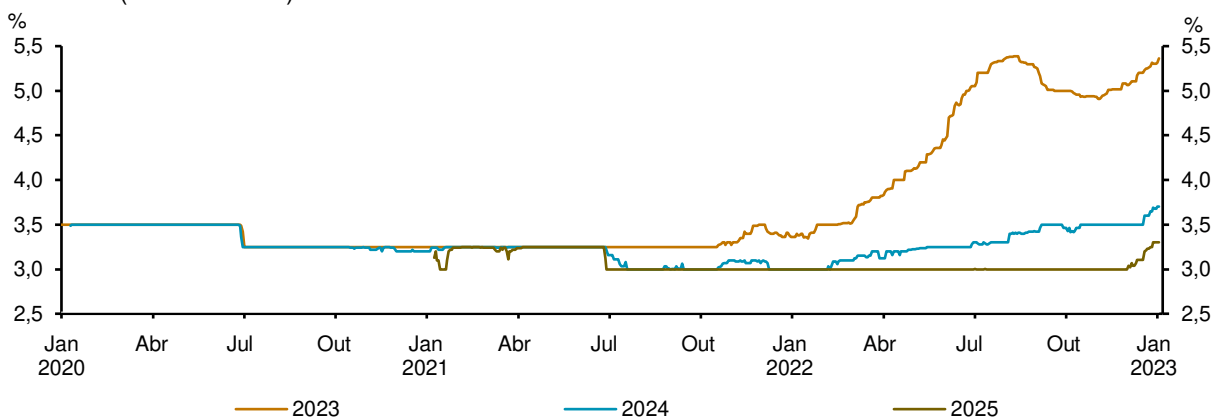


Obs.: As linhas da meta de inflação e do intervalo de tolerância se referem apenas ao respectivo ano-calendário, mas, por questões visuais, são apresentadas para todos os trimestres.

Fonte: BC

Gráfico 15 – Evolução das expectativas de inflação da pesquisa Focus para 2023-2025

Mediana (séries diárias)



Obs.: Dados do gráfico: 2/1/2020–6/1/2023.

Fonte: BC

24. Em sua reunião mais recente (251ª reunião), o Copom ressaltou que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; (ii) a elevada incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e estímulos fiscais adicionais que impliquem sustentação da demanda agregada, parcialmente incorporados nas expectativas de inflação e nos preços de ativos; e (iii) um hiato do produto mais estreito que o utilizado atualmente pelo Comitê em seu cenário de referência, em particular no mercado de trabalho. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma queda adicional dos preços das commodities internacionais em moeda local; (ii) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada; e (iii) a manutenção dos cortes de impostos projetados para serem revertidos em 2023. A conjuntura, particularmente incerta no âmbito fiscal, requer serenidade na avaliação dos riscos. O Comitê acompanhará com especial atenção os desenvolvimentos futuros

Presidente

SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br



BANCO CENTRAL DO BRASIL

da política fiscal e, em particular, seus efeitos nos preços de ativos e expectativas de inflação, com potenciais impactos sobre a dinâmica da inflação prospectiva.

25. Em particular, o Comitê reiterou os diferentes canais pelos quais a política fiscal pode afetar a inflação não só por meio dos efeitos diretos na demanda agregada, como também via preços de ativos, grau de incerteza na economia, expectativas de inflação e taxa de juros neutra. O Comitê avaliou que mudanças em políticas para-fiscais ou a reversão de reformas estruturais que levem a uma alocação menos eficiente de recursos podem reduzir a potência da política monetária. Além disso, ressaltou-se que a existência de capacidade ociosa na economia e a confiança sobre a sustentabilidade da dívida são fatores determinantes para uma política fiscal expansionista atingir os impactos almejados sobre a atividade econômica. Em ambiente de hiato do produto reduzido, o impacto de estímulos fiscais significativos sobre a trajetória de inflação tende a se sobrepor aos impactos almejados sobre a atividade econômica.

26. Portanto, o BC tem tomado as devidas providências para que a inflação atinja as metas para a inflação estabelecidas pelo CMN, de 3,25% para 2023 e de 3,00% para 2024 e 2025. Na sua última reunião, considerando os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu manter a taxa básica de juros em 13,75%. O Comitê entende que essa decisão reflete a incerteza ao redor de seus cenários e um balanço de riscos com variância ainda maior do que a usual para a inflação prospectiva, e é compatível com a estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui os anos de 2023 e de 2024. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego, alinhando-se, portanto, aos objetivos previstos em lei para o BC.

27. De acordo com o Comunicado e a Ata da sua reunião mais recente, o Comitê se manterá vigilante, avaliando se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros por período suficientemente prolongado será capaz de assegurar a convergência da inflação. O Comitê reforça que irá perseverar até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas. O Comitê enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado.

Atenciosamente,

Roberto de Oliveira Campos Neto
Presidente

Visto: Cristiano Cozer
Procurador-Geral do Banco Central
OAB/DF 16.400 – Matrícula 2.191.156-8

Presidente
SBS Quadra 3, Bloco B, Edifício Sede – 20º andar
70074-900 – Brasília (DF)
Telefone: (61) 3414-1000
E-mail: presidencia@bcb.gov.br