

ISSN 1517-6576

# Relatório de Inflação

Volume 23 | Número 3 | Setembro 2021



# Relatório de Inflação

Volume 23 | Número 3 | Setembro 2021

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

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 23, nº 3.

## 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. Além do cenário-base, cenários alternativos também podem ser apresentados. É importante ressaltar que os cenários apresentados no Relatório de Inflação 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 envolvido. As projeções 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 outras variáveis.

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.

# Errata

---

Em 30 de setembro de 2021, após a publicação, foram corrigidos os dados apresentados nos gráficos 6 e 7 do boxe “Ancoragem das expectativas de inflação e condução da política monetária”, referentes às reuniões de fevereiro de 2020 e de agosto de 2021.

Em fevereiro de 2020 a moda da distribuição nos dois gráficos era de corte de -25 pontos-base (p.b.), e não -50 p.b., e a decisão tomada pelo Copom foi de corte de -25 p.b., e não -50 p.b. Em agosto de 2021, a moda da distribuição nos dois gráficos era de 100 p.b., e não 75 p.b. Além da correção desses números, o texto que faz referência a esses dados também foi corrigido. Na página 59, onde se lia “... não coincidiu com a decisão tomada pelo Copom em quatro dos treze episódios considerados.”, leia-se “... não coincidiu com a decisão tomada pelo Copom em três dos treze episódios considerados.”. Na página 60, onde se lia “Na terceira e na quarta divergências (março e agosto de 2021, respectivamente) ...”, leia-se “Na terceira divergência (março de 2021)...”.

Adicionalmente, por falha na diagramação: 1) parte do texto do último parágrafo da página 61, que não havia sido publicado, foi complementado; e 2) foi adicionada nota de rodapé na posição 4, que não havia sido incluída na publicação original.

# Sumário

---

<b>Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil</b>	<b>3</b>
<b>Sumário executivo</b>	<b>7</b>
<b>Conjuntura econômica</b>	<b>11</b>
1.1 Cenário externo	11
1.2 Conjuntura interna	16
Atividade econômica	16
Mercado de trabalho	19
Crédito	21
Fiscal	23
Externo	25
Preços	27
<b>Perspectivas para a inflação</b>	<b>63</b>
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	64
2.2 Projeções condicionais	65
Condicionantes	65
Projeções de inflação	69
Riscos ao redor do cenário central	71
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	72
<b>Boxes</b>	
Consumo de bens e serviços na pandemia	31
Evolução de Nuci, estoques e insumos na indústria de transformação	33
Projeções para a evolução do PIB em 2021 e 2022	35
Efeito da composição da população ocupada no rendimento do trabalho	39
Fluxo financeiro e impulso de crédito	43
Projeções para a evolução do crédito em 2021 e 2022	48
Projeções para as contas externas de 2021 e 2022	50
Repasse de custos na indústria de transformação e do produtor para o consumidor	52
Ancoragem das expectativas de inflação e condução da política monetária	56
Impacto dos condicionantes sobre as projeções de inflação	75
<b>Apêndice</b>	<b>81</b>





## Sumário executivo

---

No cenário externo observam-se dois fatores adicionais de risco para o crescimento das economias emergentes. Primeiro, reduções nas projeções de crescimento das economias asiáticas, refletindo a evolução da variante Delta da Covid-19. Segundo, o aperto das condições monetárias em diversas economias emergentes, em reação a surpresas inflacionárias recentes. No entanto, os estímulos monetários de longa duração e a reabertura das principais economias ainda sustentam um ambiente favorável para países emergentes. Nesse contexto, questionamentos dos mercados a respeito dos riscos inflacionários nas economias avançadas podem tornar o ambiente desafiador para países emergentes.

Indicadores econômicos recentes sugerem continuidade da evolução positiva da atividade doméstica, em linha com o cenário prospectivo, o qual contempla recuperação robusta do crescimento da economia ao longo do segundo semestre. A continuidade do arrefecimento da pandemia e os níveis de confiança maiores que os vigentes há três meses favorecem a recuperação da atividade e do mercado de trabalho. Em horizonte mais amplo, a normalização da cadeia de insumos industriais, mesmo que apenas gradual, também deve ter efeitos positivos sobre o crescimento. As perspectivas para agropecuária e indústria extrativa, em ambiente de preços internacionais de *commodities* ainda elevados, também são positivas.

Há, contudo, fatores que restringem o ritmo de recuperação no segundo semestre deste ano e durante o ano seguinte. No curto prazo, choques de oferta afetam negativamente atividade e consumo. Adicionalmente, o ciclo de aperto monetário, cujos efeitos devem ser sentidos principalmente em 2022, tende a diminuir o ritmo de fechamento do hiato. Nesse contexto, a projeção central para a variação do Produto Interno Bruto (PIB) é de 4,7% em 2021 e de 2,1% em 2022.

A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, surpreendeu novamente no trimestre encerrado em

agosto, situando-se 1,10 p.p. acima do cenário básico apresentado no Relatório de Inflação anterior. A alta nos preços dos bens industriais – decorrente de repasses de custos, das restrições de oferta e do redirecionamento da demanda em direção a bens – não arrefeceu e deve persistir no curto prazo. Os preços dos serviços cresceram a taxas mais elevadas nos últimos meses, com a gradual normalização da atividade no setor, dinâmica que já era esperada. Adicionalmente, persistem as pressões sobre componentes voláteis como alimentos, combustíveis e, especialmente, energia elétrica, que refletem movimentos da taxa de câmbio, dos preços internacionais das *commodities* e de condições climáticas desfavoráveis.

As expectativas de inflação para 2021, 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 8,3%, 4,1% e 3,25%, respectivamente.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário básico, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio partindo de USD/BRL 5,25, e evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC), as projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 8,5% para 2021, 3,7% para 2022 e 3,2% para 2023. Esse cenário supõe trajetória de juros que se eleva para 8,25% a.a. neste ano e para 8,50% a.a. durante 2022, e reduz-se para 6,75% a.a. em 2023.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 241ª reunião do Copom, realizada em 21 e 22.9.2021. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 17.9.2021, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (241ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 6,25% 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 as metas no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2022 e, em grau menor, o de 2023. 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.

Na ocasião, o Comitê comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento recente nos preços das *commodities* internacionais em moeda local produziria trajetória de inflação abaixo do cenário básico. Por outro lado, novos prolongamentos das políticas fiscais de resposta à pandemia que pressionem a demanda agregada e piorem a trajetória fiscal podem elevar os prêmios de risco do país. Apesar da melhora recente nos indicadores de sustentabilidade da dívida pública, o risco fiscal elevado segue criando uma assimetria altista no balanço de riscos, ou seja, com trajetórias para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom considera que, no atual estágio do ciclo de elevação de juros, esse ritmo de ajuste é o mais adequado para garantir a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e, simultaneamente, permitir que o Comitê obtenha mais informações sobre o estado da economia e o grau de persistência dos choques. Neste momento, o cenário básico e o balanço de riscos do Copom indicam ser apropriado que o ciclo de aperto monetário avance no território contracionista.

Para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude. O Copom enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária.



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.

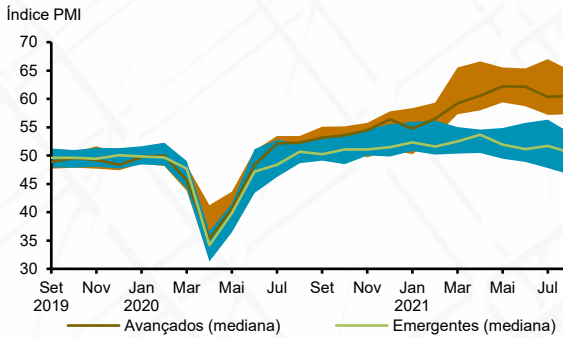
## 1.1 Cenário externo

A recuperação da economia global observada desde meados do ano passado prosseguiu no terceiro trimestre deste ano, porém com sinais de desaceleração da atividade na margem em algumas economias relevantes. O cenário prospectivo ainda está condicionado pela evolução da pandemia e pela capacidade da oferta se ajustar às mudanças no padrão de consumo global.

A divergência na evolução da atividade econômica persiste entre países e entre setores. De modo geral, a recuperação da atividade prossegue mais vigorosa nas economias avançadas que nas economias emergentes, principalmente nos emergentes afetados por novos surtos de casos, com campanhas de vacinação relativamente mais vagarosas e menor

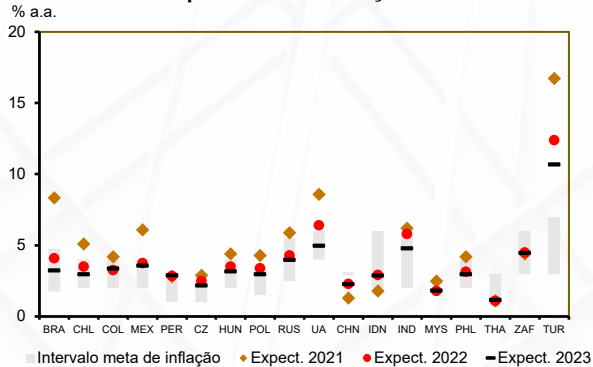


**Gráfico 1.1.1 – PMI Manufatura**



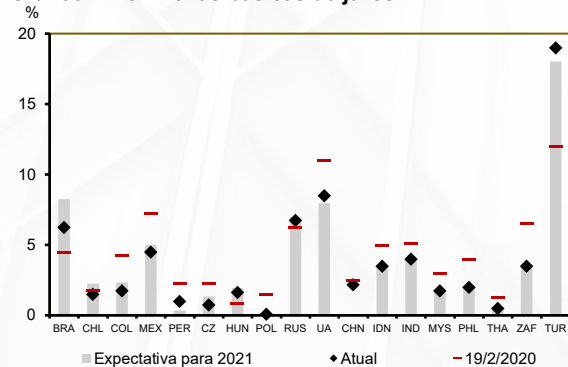
Obs.: Áreas sombreadas possuem limites inferiores e superiores iguais ao primeiro e terceiro quartis respectivamente.  
Fonte: Bloomberg, Refinitiv

**Gráfico 1.1.2 – Expectativas de inflação**



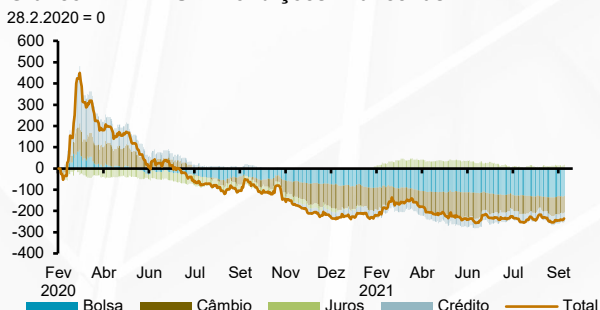
Fonte: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

**Gráfico 1.1.3 – Taxas básicas de juros**



Fonte: Bloomberg e pesquisas de Bancos Centrais

**Gráfico 1.1.4 – EUA: Condições financeiras**



Indicador calculado pelo BCB/Derin a partir de simulação no modelo FRB, do *Federal Reserve*. Desvio de pontos-base em termos de equivalência aos Fed Funds. Alta indica aperto das condições financeiras.  
Fonte: Refinitiv; Fred

disponibilidade de vacinas (Gráfico 1.1.1). Em meio a pressões inflacionárias e elevação das expectativas de inflação (Gráfico 1.1.2), alguns países emergentes iniciaram ou avançaram na redução do grau estimulativo da política monetária (Gráfico 1.1.3). Com menor espaço fiscal e vulneráveis às alterações das condições financeiras globais e a novos surtos da pandemia, as economias emergentes continuam mais sujeitas a riscos de descontinuidade em sua recuperação econômica.

As principais economias avançadas seguem com suporte de políticas fiscais e monetárias estimulativas. Com avanço acelerado na vacinação, os países prosseguiram com a reabertura das atividades econômicas paralisadas durante a pandemia, favorecendo a retomada do consumo, em particular no setor de serviços.

Nos EUA, a recuperação econômica prosseguiu, estimulada por condições financeiras favoráveis (Gráfico 1.1.4), avanço na reabertura da economia e continuação de alguns programas de suporte à renda. O ritmo de recuperação tem sido mais moderado que no primeiro semestre de 2021, uma vez que as transferências fiscais foram mais concentradas no início do ano. O mercado de trabalho segue se recuperando, principalmente em atividades do setor de serviços. Entretanto, o número de empregados, a taxa de participação e a taxa de desemprego seguem distantes do período pré-pandemia, sugerindo que o processo completo de recuperação do mercado de trabalho ainda deve levar algum tempo.

Na Área do Euro, os dados de atividade vêm surpreendendo positivamente e indicadores de alta frequência apontam para um crescimento forte também no terceiro trimestre. A recuperação foi estimulada pelo avanço das campanhas de vacinação e consequente redução das restrições à mobilidade, que permitiram a reabertura da economia, dando impulso ao setor de serviços, importante componente da economia da região. A indústria de transformação segue em recuperação, de modo geral, porém tem sido impactada pela escassez de materiais e de equipamentos em alguns setores. Em alguns países com maior participação do setor industrial na economia, como a Alemanha, a falta de insumos tem tido efeitos relevantes sobre o PIB. O consumo na Área do Euro segue em recuperação, refletindo os ganhos de renda oriundos do aumento do emprego e da manutenção de programas de suporte à renda. Além do vigor esperado com a

retomada da mobilidade, a economia europeia deve se beneficiar dos investimentos financiados pelo Fundo de Recuperação e Resiliência a partir do segundo semestre deste ano.

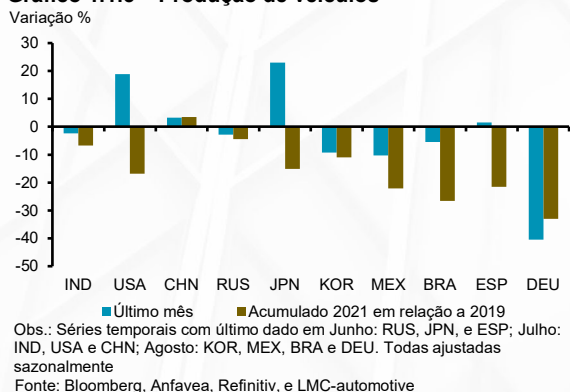
Por sua vez, a economia chinesa apresenta sinais de desaceleração do seu ritmo de crescimento, influenciado por ressurgências localizadas do coronavírus, que afetaram a mobilidade urbana. Eventos climáticos também tiveram impacto sobre a economia de algumas províncias. Somam-se a esses fatores a desaceleração do setor imobiliário, resultante de um conjunto de medidas regulatórias que buscam desincentivar o excesso de alavancagem do setor e conter a especulação imobiliária, além das novas regulamentações para reduzir as emissões de carbono. Por outro lado, o comércio exterior continuou a impulsionar a atividade manufatureira trazendo alguma sustentação para a atividade econômica.

Mudanças no padrão de consumo observadas no decorrer da pandemia provocaram deslocamentos na demanda de produtos que têm pressionado as cadeias globais de fornecimento. Somam-se a isso rupturas localizadas de oferta causadas pela pandemia, resultando em elevação dos custos de produção e de distribuição, bem como em atrasos na entrega de alguns produtos. Esse conjunto de fatores tem afetado o desempenho da indústria de transformação ao redor do mundo, particularmente nos setores automotivo (Gráfico 1.1.5) e de construção.

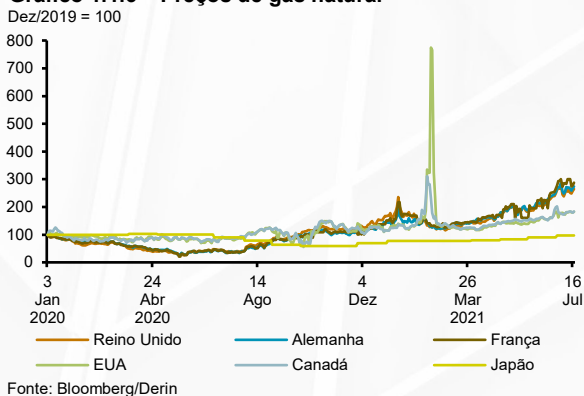
A transição global para uma economia de baixo carbono também tem contribuído para o desequilíbrio observado entre a oferta e demanda de produtos como *commodities* minerais e energéticas. Na China, as metas de redução de consumo energético limitaram a produção de insumos industriais, como aço e alumínio, provocando escassez na sua oferta global e conseqüente pressão altista nos preços. Na Europa, a migração para a geração de energia à base de gás natural (com propósito de reduzir a dependência do carvão, que é mais poluente) associada ao aumento da demanda por energia elétrica, diante de condições climáticas desfavoráveis e da forte retomada da atividade, têm contribuído para a elevação dos preços de *commodities* energéticas (Gráfico 1.1.6).

Em economias avançadas, a inflação tem se elevado nos últimos meses, inclusive superando as metas de inflação em algumas delas. A avaliação

**Gráfico 1.1.5 – Produção de veículos**



**Gráfico 1.1.6 – Preços de gás natural**



predominante dos principais bancos centrais é de que essa elevação é temporária, fruto da reabertura das atividades econômicas e dos choques de oferta já mencionados. Neste sentido, a comunicação desses bancos centrais segue apontando para a manutenção das condições monetárias acomodatórias, porém em alguns países já se iniciaram ajustes nos programas de compras de ativos.

Nos Estados Unidos da América (EUA), a inflação ao consumidor segue em níveis historicamente elevados, de 5,2% em agosto, significativamente acima da meta de 2%. A persistência de gargalos nas cadeias produtivas e o prolongamento dos efeitos da reabertura da economia devem contribuir para que a inflação siga elevada em 2021, com perspectivas de queda a partir do próximo ano. A possível persistência das pressões inflacionárias é um elemento de risco para o cenário prospectivo da política monetária americana.

Na sua reunião de setembro, o Comitê Federal de Mercado Aberto (Fomc) manteve a taxa dos *Fed Funds* no intervalo entre 0 e 0,25%, assim como o *forward guidance* de política monetária e de compra de ativos (*Treasuries* e *Mortgage-backed securities* – MBSs). Entretanto, o Fomc avançou em sua comunicação, com a menção de que houve progresso nas condições econômicas desde o final do ano passado e de que o *tapering*<sup>1</sup> da compra de ativos deve se iniciar em breve, mantido o atual grau de progresso da economia. Embora ainda esteja sujeito a debates, há a sinalização de que o processo de *tapering* deva se completar até a metade do próximo ano. Adicionalmente, o banco central americano tem buscado evidenciar que a redução da compra de ativos e a alta dos *Fed Funds* são processos dissociados, de modo que a política monetária deve permanecer acomodatória ainda por algum tempo. O Fomc mantém sua avaliação de que a elevação da inflação americana é temporária, mas mantém a mensagem de que não hesitará em agir caso as expectativas de inflação se movam de forma material e persistente além do nível considerado consistente com os objetivos de política monetária.

O Banco Central Europeu (BCE), em sua reunião de setembro, manteve as taxas básicas de juros e os volumes de compras de ativos pelo seu programa de compras tradicional, o APP<sup>2</sup>, porém anunciou a redução do ritmo de compras de ativos

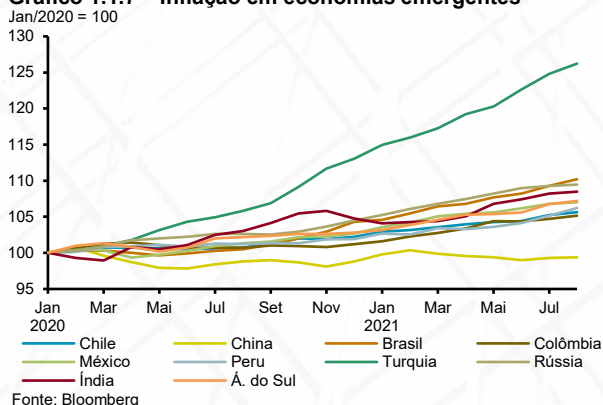
---

1/ Redução no volume de compras de ativos pelo banco central em determinado período de tempo.

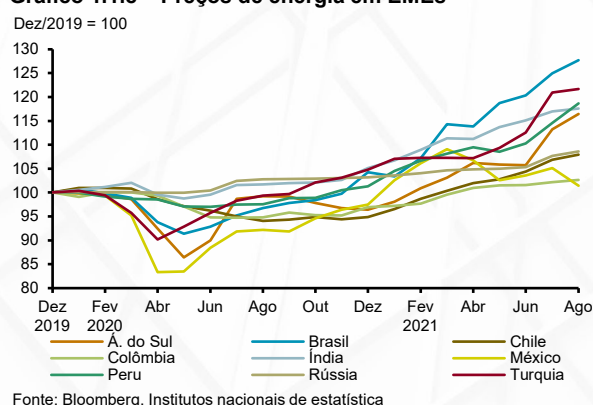
2/ *Asset Purchase Program*.



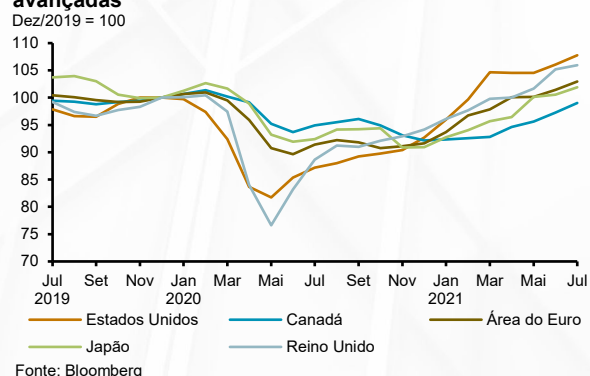
**Gráfico 1.1.7 – Inflação em economias emergentes**



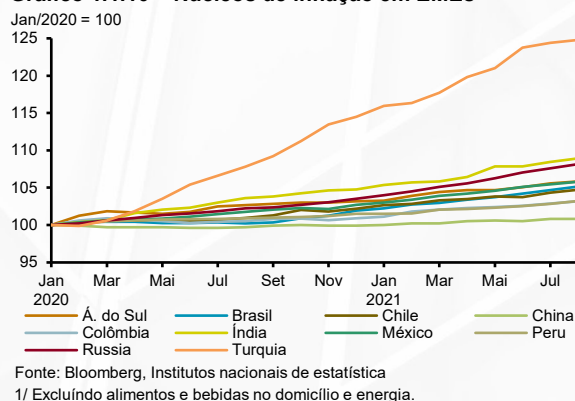
**Gráfico 1.1.8 – Preços de energia em EMEs**



**Gráfico 1.1.9 – Preços de energia em economias avançadas**



**Gráfico 1.1.10 – Núcleos de inflação em EMEs<sup>1</sup>**



pelo programa emergencial, o PEPP<sup>3</sup>. Em sua comunicação, a Presidente Lagarde enfatizou que este movimento é apenas um ajuste no volume de compras e não um *tapering*, e que a decisão foi motivada pela percepção de que as condições financeiras permanecerão acomodaticias. Os choques de preços observados neste ano – preços de energia, gargalos na cadeia produtiva e preços de serviços afetados pela pandemia – também são percebidos pelo BCE como temporários, embora especial atenção será dada aos seus efeitos de segunda ordem, particularmente na evolução das renegociações salariais entre sindicatos de empregadores e de trabalhadores.

Alguns países avançados, como Canadá e Austrália, já iniciaram a redução do volume de compras de ativos, mantendo, no entanto, as taxas de juros inalteradas.

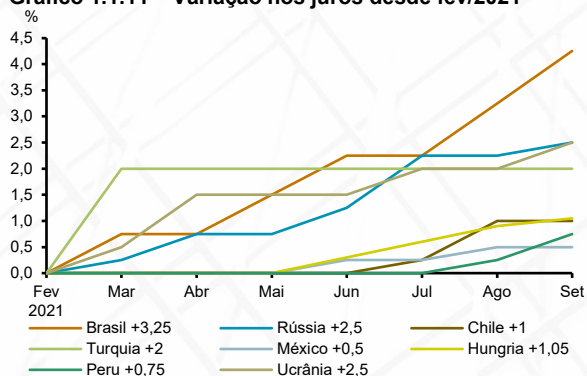
Em várias economias emergentes, as taxas de inflação ao consumidor continuam pressionadas (Gráfico 1.1.7). Os principais fatores determinantes foram as elevações de preços de energia e de alimentos no primeiro semestre (Gráfico 1.1.8, Gráfico 1.1.9 e Gráfico 1.1.10), bem como o efeito das desvalorizações cambiais ocorridas desde o ano passado, em graus diferenciados para cada país. Bancos centrais de algumas economias emergentes já deram início ao processo de normalização da política monetária com elevações das taxas básicas de juros (Gráfico 1.1.11).

Em síntese, desde o último Relatório de Inflação, a recuperação da economia global observada na primeira metade de 2021 prosseguiu no terceiro trimestre, porém com sinais de desaceleração da atividade na margem em algumas economias relevantes. Os efeitos da elevação de preços de *commodities*, dos gargalos na cadeia produtiva, da reabertura das economias e da alteração de preços relativos se refletiram sobre as taxas de inflação em economias avançadas e emergentes. Em alguns países, principalmente emergentes, já foi iniciado o processo de normalização da política monetária.

O cenário externo prossegue com elevado grau de incerteza. Embora o ritmo de vacinação tenha se acelerado, o risco de novas ondas ou variantes persiste. Além do desenvolvimento da pandemia, o principal risco está relacionado à persistência da alta recente da inflação, que pode gerar aperto das condições monetárias globais e de reprecificação

3/ *Pandemic Emergency Purchase Program*.

**Gráfico 1.1.11 – Variação nos juros desde fev/2021**



Fonte: Bloomberg

**Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto**

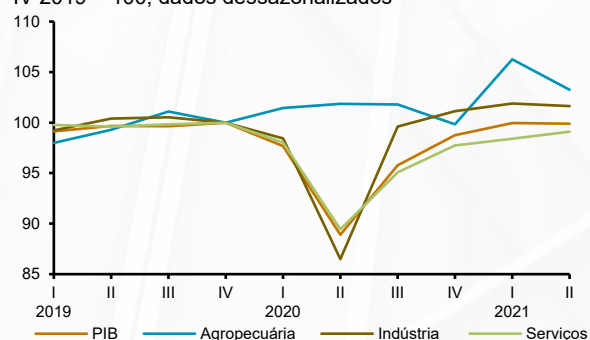
Trimestre ante trimestre imediatamente anterior  
Dados dessazonalizados

	Variação %					
	2020				2021	
	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri
PIB a preços de mercado	-2,3	-9,0	7,7	3,1	1,2	-0,1
Agropecuária	1,5	0,4	0,0	-2,0	6,5	-2,8
Indústria	-1,6	-12,1	15,2	1,5	0,7	-0,2
Serviços	-2,0	-8,7	6,3	2,8	0,7	0,7
Consumo das famílias	-1,4	-11,3	7,5	3,0	0,1	0,0
Consumo do governo	-0,2	-7,9	3,4	0,9	-0,8	0,7
FBCF	1,5	-14,1	10,2	18,3	4,8	-3,6
Exportação	-2,6	-0,5	-0,5	-0,3	4,9	9,4
Importação	-2,1	-10,0	-8,0	19,5	10,0	-0,6

Fonte: IBGE

**Gráfico 1.2.1 – Produto Interno Bruto – Oferta**

IV 2019 = 100, dados dessazonalizados



Fonte: IBGE

de ativos financeiros. Com isso, o apetite por ativos de maior risco pode se reduzir, especialmente daqueles países com maiores fragilidades fiscais e perspectivas menos favoráveis de crescimento econômico. Esse cenário pode tornar o ambiente desafiador para países emergentes.

## 1.2 Conjuntura interna

### Atividade econômica

O PIB recuou 0,1% no segundo trimestre de 2021 em relação ao trimestre anterior, interrompendo sequência de altas iniciada no terceiro trimestre de 2020. Considerada a data de corte do Relatório de Inflação de junho, o resultado veio ligeiramente acima das expectativas do BC e da mediana dos analistas do Sistema de Expectativas de Mercado (relatório Focus)<sup>4</sup>.

Entre os grandes setores houve recuos na agropecuária e na indústria e crescimento em serviços. Contribuíram para o recuo na agropecuária a base elevada no primeiro trimestre, devido à safra recorde de soja, e a quebra da segunda safra de milho. Este último fator e a recente revisão baixista para a safra de cana devem influenciar o terceiro trimestre.

Na indústria, a principal contribuição para a queda veio da indústria de transformação. Do ponto de vista das condições da oferta, dificuldades nas cadeias de suprimentos<sup>5</sup> e preços de insumos industriais pressionados<sup>6</sup> ajudam a explicar o resultado do setor. Esses fatores têm se mostrado persistentes e foram recentemente agravados pelo impacto da variante Delta do coronavírus em países asiáticos. A produção de veículos – segmento em que a escassez de insumos se revela particularmente importante – diminuiu mais intensamente comparativamente aos demais bens duráveis e à indústria em geral. Do ponto de vista da demanda, o retorno gradual ao padrão de consumo privado do período pré-pandemia, com elevação da participação de serviços em detrimento de bens<sup>7</sup>, também contribui para a trajetória recente da transformação.

4/ Tomada como referência a véspera da divulgação do PIB, o resultado caracterizou uma surpresa levemente negativa em relação ao esperado pelos analistas de mercado.

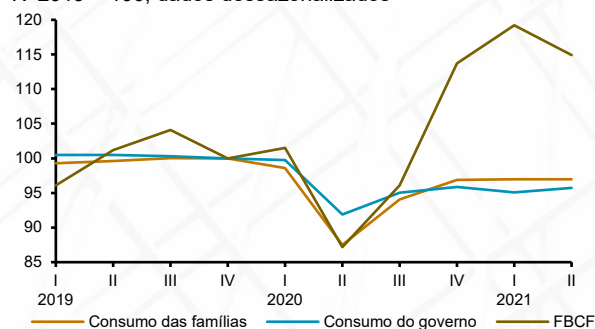
5/ Ver boxe "Evolução do Nuci, estoques e insumos na indústria de transformação" neste Relatório de Inflação.

6/ Ver boxe "Repasse de custos na indústria de transformação e de preços do produtor para o consumidor" neste Relatório de Inflação.

7/ Ver boxe "Consumo de bens e serviços na pandemia" neste Relatório de Inflação.

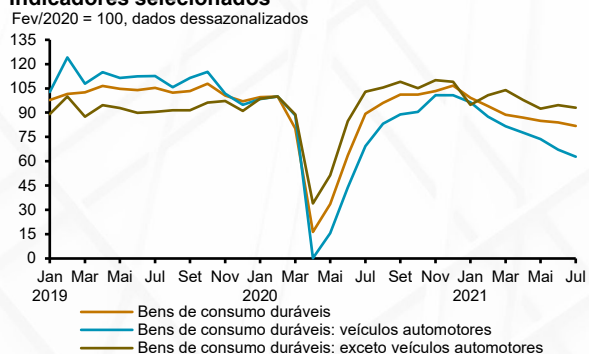


**Gráfico 1.2.2 – Produto Interno Bruto – Demanda**  
IV 2019 = 100, dados dessazonalizados



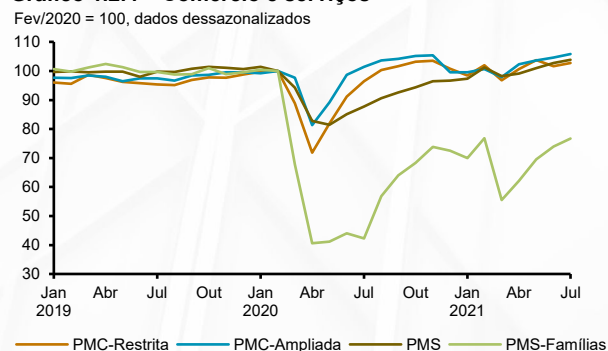
Fonte: IBGE

**Gráfico 1.2.3 – Indústria de transformação – Indicadores selecionados**



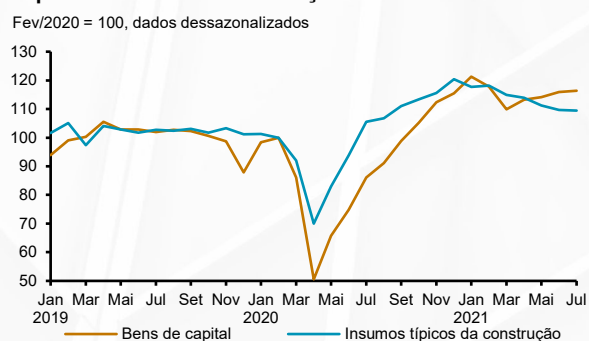
Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.4 – Comércio e serviços**



Fonte: IBGE

**Gráfico 1.2.5 – Indústria de transformação – Bens de capital e insumos da construção**



Fonte: IBGE

O setor de serviços seguiu em trajetória de alta, com destaque para serviços de informação e outros serviços. O resultado de outros serviços, em particular, antecipou parte da recuperação esperada para o segundo semestre. Esse segmento engloba atividades mais fortemente dependentes de interações presenciais – como alojamento e alimentação e atividades artísticas e culturais – e tem sido beneficiado pela recuperação da mobilidade desde o início de abril.

O consumo das famílias mostrou estabilidade no segundo trimestre, apesar de fatores que apontavam para resultado mais positivo: continuidade da recuperação do mercado de trabalho e da mobilidade, retorno do auxílio emergencial e antecipação do abono salarial e do 13º salário de aposentados do Regime Geral de Previdência Social.

As séries desagregadas da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) e da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) sugerem que, em geral, o consumo de bens já atingiu ou superou o patamar pré-pandemia, enquanto os serviços prestados às famílias ainda continuam substancialmente deprimidos. Essa lacuna entre o patamar atual da atividade de serviços às famílias e seus níveis anteriores sugere que a principal contribuição para a recuperação do consumo das famílias ao longo dos próximos meses deve vir desse segmento<sup>8</sup>. A melhora recente da pandemia, o avanço da vacinação e a evolução dos indicadores de mobilidade apoiam esse cenário.

O recuo na formação bruta de capital fixo (FBCF) no segundo trimestre é parcialmente explicado pela redução de importações fictas no âmbito do Repetro<sup>9</sup>. A produção de bens de capital voltou a crescer nos últimos meses, após recuo no início do ano, e encontra-se em patamar bastante superior ao do período pré-pandemia. Prospectivamente, níveis atuais relativamente altos de utilização da capacidade instalada no segmento e dificuldades na cadeia de suprimentos podem limitar a evolução do setor no curto prazo<sup>10</sup>.

Ainda no domínio do investimento, a construção teve bom desempenho no segundo trimestre, apesar da persistência de restrições na cadeia de suprimentos e de preços elevados de insumos.

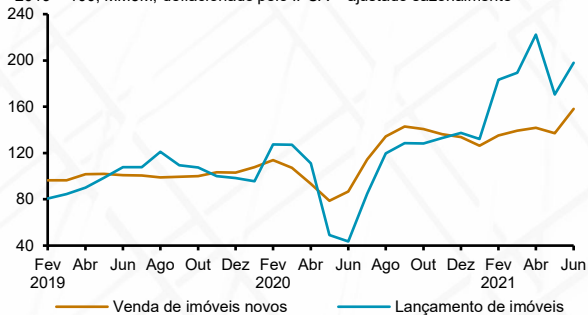
8/ Ver boxe “Consumo de bens e serviços na pandemia” neste Relatório de Inflação.

9/ Regime Aduaneiro Especial para Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro).

10/ Ver boxe “Evolução do Nuci, estoques e insumos na indústria de transformação” neste Relatório de Inflação.

### Gráfico 1.2.6 – Lançamento e venda de imóveis

2019 = 100; MM3M; deflacionado pelo IPCA – ajustado sazonalmente

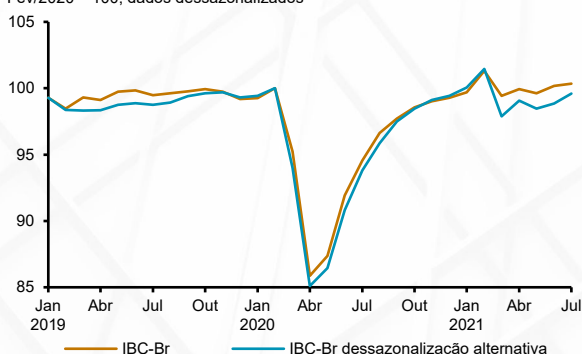


Fonte: Abrainc-Fipe

Obs: Amostra de 18 incorporadoras.

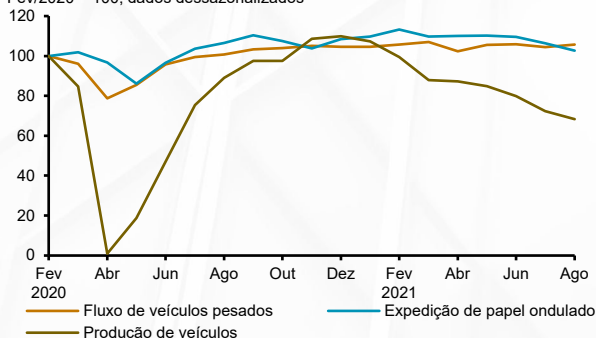
### Gráfico 1.2.7 – IBC-Br

Fev/2020 = 100, dados dessazonalizados



### Gráfico 1.2.8 – Indicadores coincidentes da indústria

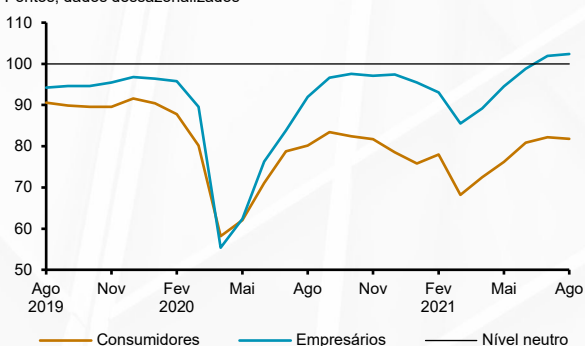
Fev/2020 = 100, dados dessazonalizados



Fontes: ABCR, ABPO e Anfavea

### Gráfico 1.2.9 – Índices de confiança

Pontos, dados dessazonalizados



Fonte: FGV

O bom desempenho também contrasta com o arrefecimento da produção de insumos típicos da construção civil (ITCC) pela indústria. A perspectiva para o setor permanece positiva, por fatores como taxas de juros para financiamentos imobiliários ainda em níveis favoráveis, patamares elevados de vendas e lançamentos de imóveis residenciais e alta recente da confiança dos empresários do setor.

Entre os demais componentes da demanda, a variação do consumo do governo foi levemente positiva e as exportações mostraram crescimento forte, disseminado entre básicos, semimanufaturados e manufaturados.

A análise da evolução da atividade na margem continua influenciada pelas dificuldades e incertezas no ajuste sazonal das séries após o choque da pandemia. O último Relatório de Inflação, em particular, discutiu um ajuste sazonal alternativo que minimiza a influência do período da pandemia sobre a estimação dos fatores sazonais e de calendário.<sup>11</sup> No caso do Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), dados até julho indicam carregamento estatístico positivo para o terceiro trimestre tanto no ajuste sazonal padrão quanto no ajuste alternativo<sup>12</sup>. No entanto, quando incorporadas simulações para agosto, o carregamento estatístico do IBC-Br de julho para o terceiro trimestre passa a indicar variação próxima da estabilidade no caso do ajuste sazonal padrão.

Independentemente da avaliação mais agregada do IBC-Br, dados coincidentes de agosto, cujas variações não têm direção unânime, não sugerem expansão generalizada. Indicadores de confiança de empresários e consumidores mostram acomodação na margem após a recuperação recente. A produção de veículos recuou novamente no mês e outros indicadores que ajudam a antever o comportamento da indústria – como expedição de papelão ondulado, tráfego de caminhões e consumo de energia elétrica – apontam relativa estabilidade para o setor. Compras com cartão de débito mostram arrefecimento em agosto, após a alta de julho; contudo, ruídos e eventual sazonalidade presentes nos dados requerem cuidado com essa interpretação.

A expectativa de continuidade do arrefecimento da pandemia e os níveis de confiança maiores

11/ No ajuste sazonal alternativo, todos os meses a partir de março de 2020 são tratados como atípicos, conforme descrito no box "Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos" do Relatório de Inflação de junho de 2021.

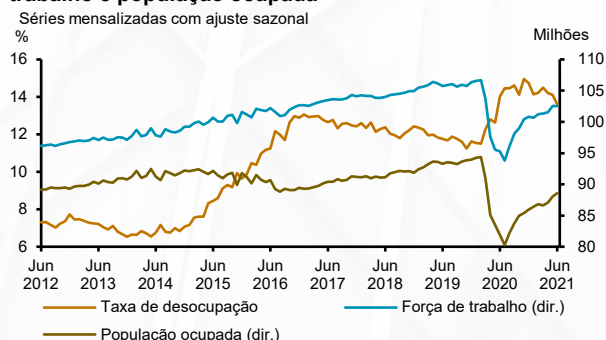
12/ Com o uso do referido ajuste sazonal alternativo, observa-se recuo, em vez de relativa estabilidade, do IBC-Br no segundo trimestre ante o imediatamente anterior.

que os vigentes três meses atrás favorecem a recuperação da atividade e do mercado de trabalho, especialmente nos segmentos com retomada mais atrasada. A normalização da cadeia de insumos industriais, mesmo que apenas gradual, também deve ter efeitos positivos sobre o crescimento. As perspectivas para agropecuária e indústria extrativa, em ambiente de preços internacionais de *commodities* ainda elevados, também são positivas. Há, contudo, fatores que restringem o ritmo de recuperação no segundo semestre deste ano e durante o ano seguinte. No curto prazo, choques de oferta<sup>13</sup> afetam negativamente atividade e consumo. Adicionalmente, o ciclo de aperto monetário, cujos efeitos devem ser sentidos principalmente em 2022, tende a diminuir o ritmo de fechamento do hiato.

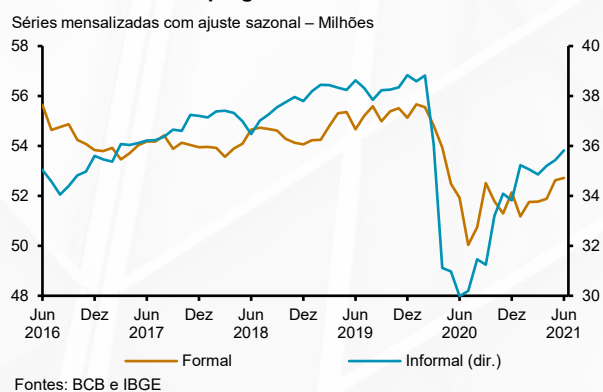
Dessa forma, projeta-se crescimento do PIB de 4,7% em 2021 e 2,1% em 2022, como detalhado em boxe neste relatório.

Três riscos relevantes, já citados no Relatório anterior, continuam presentes. O eventual agravamento da crise hídrica, especialmente se forem necessárias restrições ao consumo de energia elétrica. A evolução da pandemia de Covid-19 segue sendo monitorada com atenção, mas já em cenário de alcance maior da vacinação. Por fim, ações que piorem as expectativas a respeito da trajetória fiscal podem pressionar os prêmios de risco e a confiança dos agentes, com impactos negativos, possivelmente defasados, sobre a atividade econômica e os investimentos em particular.

**Gráfico 1.2.10 – Taxa de desocupação, força de trabalho e população ocupada**



**Gráfico 1.2.11 – Emprego formal e informal**



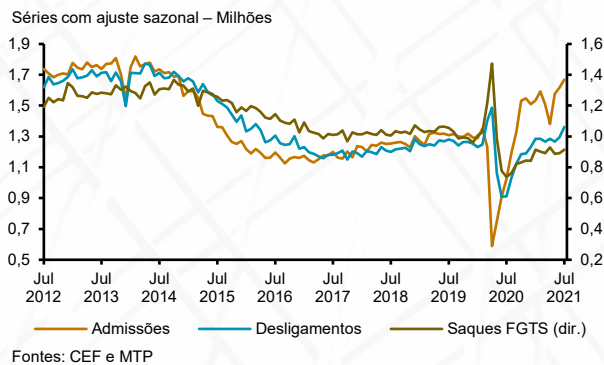
## Mercado de trabalho

No segundo trimestre de 2021, a taxa de desocupação, medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), recuou novamente. O desempenho na margem reflete recuperação mais rápida da força de trabalho e da população ocupada do que no trimestre anterior, em linha com o arrefecimento da crise sanitária nos últimos meses. Para o crescimento da população ocupada, inclusive, houve maior contribuição das ocupações formais que em períodos anteriores. Mesmo assim, tanto a população ocupada como a força de trabalho permanecem em nível consideravelmente abaixo do período pré-pandemia, sinalizando um mercado de trabalho ainda frágil. Convém ressaltar que desde

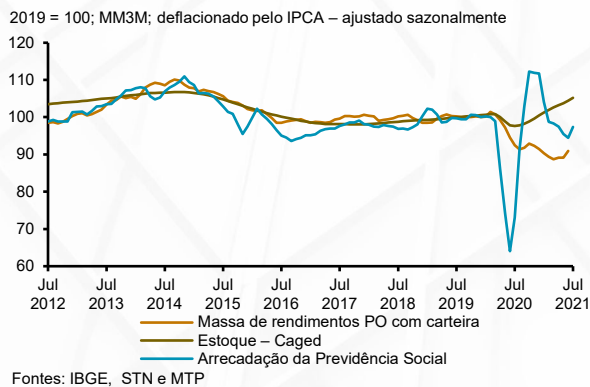
13/ Entre eles estão: problemas climáticos afetando preços de produtos agrícolas e de energia, preços de *commodities* em patamares elevados, e escassez de insumos em algumas cadeias produtivas.



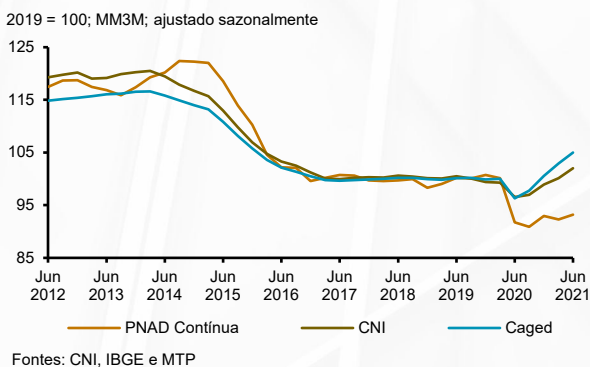
**Gráfico 1.2.12 – Admissões e desligamentos do Caged e saques FGTS por rescisão**



**Gráfico 1.2.13 – Indicadores de emprego formal**



**Gráfico 1.2.14 – Emprego formal na indústria de transformação**



julho o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) retomou parcialmente a realização das entrevistas da PNAD Contínua de forma presencial<sup>14</sup>, o que contribuiu para o aumento da taxa de resposta da pesquisa nos últimos meses.

Apesar da melhora recente, o mercado formal de trabalho medido pela PNAD Contínua segue divergindo do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged). Essa última fonte mostra o emprego formal com desempenho bem mais favorável desde meados do ano passado, mantendo geração mensal de postos formais elevada, impulsionada pelo aumento das admissões. Por outro lado, os desligamentos retomaram o patamar observado antes da pandemia, acompanhando a maior rotatividade do mercado de trabalho com o arrefecimento da crise sanitária e a recuperação econômica. Esse movimento, em linhas gerais, também pode ser observado nas informações de permissões de saques do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) por rescisão de contrato<sup>15</sup>. Logo, essa medida alternativa corrobora a trajetória observada nos desligamentos do Caged. Não se pode esquecer, todavia, que o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda (PEMER), reinstituído do final de abril ao final de agosto deste ano, continua influenciando o mercado de trabalho tanto pelas novas adesões à redução de jornada ou à suspensão temporária do contrato de trabalho ocorridas no período, quanto pela posterior garantia provisória do emprego para os trabalhadores que celebraram acordos.

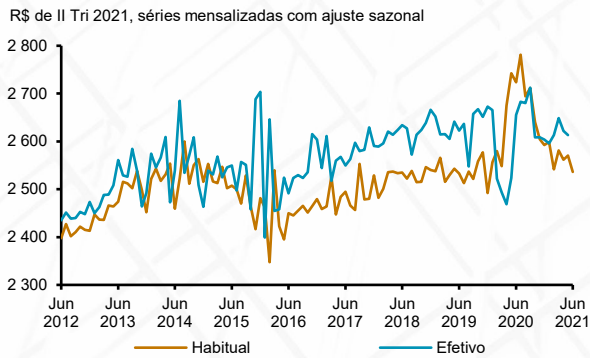
A diferença entre os números da PNAD Contínua e do Novo Caged mostra que permanece a dificuldade de avaliação do mercado de trabalho e sugere cautela com os resultados dessas duas fontes de informações. Nesse contexto, indicadores alternativos complementam essa análise. A arrecadação da previdência social<sup>16</sup> vem apontando situação intermediária para o emprego formal a partir do segundo semestre de 2020 quando comparada com aquelas sugeridas pelas trajetórias da massa de rendimentos da população ocupada com carteira assinada medida pela PNAD Contínua e do estoque de emprego do Caged. Resultado semelhante é observado ao se comparar as séries de emprego formal da indústria de transformação

14/ <https://www.ibge.gov.br/novo-portal-destaques.html?destaque=31172>.

15/ Os dados de permissão de saques de FGTS por motivo de rescisão de contrato por mês de aquisição do direito foram cedidos pela Caixa Econômica Federal (CEF).

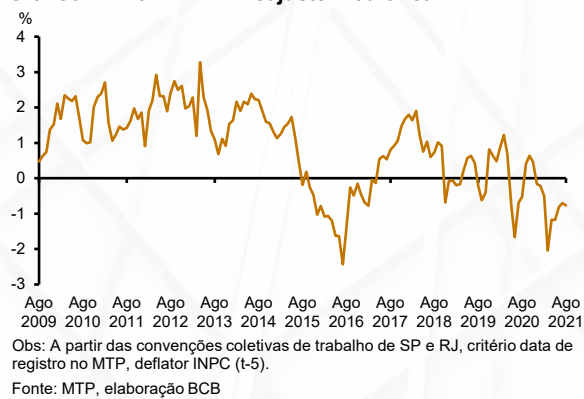
16/ Oscilações atípicas na série de arrecadação da previdência social a partir do segundo trimestre de 2020 devem estar associadas ao diferimento do recolhimento das contribuições patronais devidas pelas empresas.

**Gráfico 1.2.15 – Rendimento médio real do trabalho**

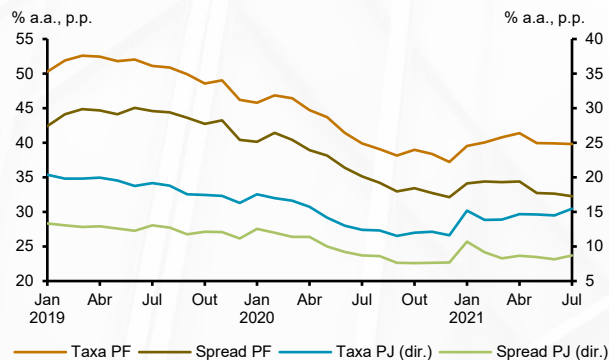


Fontes: BCB e IBGE

**Gráfico 1.2.16 – CCT – Reajuste médio real**



**Gráfico 1.2.17 – Taxas de juros e *spread* do crédito livre**



da PNAD Contínua e do Novo Caged com os dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) nesse mesmo período.

O rendimento médio real do trabalho, medido pela PNAD Contínua, após se elevar durante a fase inicial da pandemia de Covid-19, influenciado pelo efeito composição da população ocupada<sup>17</sup>, recuou para patamares próximos aos observados no período anterior à crise sanitária, tanto no conceito habitual quanto no efetivo. A recuperação do emprego nas ocupações de menor rendimento médio explica parte dessa trajetória. A massa de rendimento do trabalho, que resulta da combinação do rendimento com o número de pessoas ocupadas, encontra-se ainda em nível bastante deprimido, influenciada pela recuperação incompleta da ocupação.

Para os trabalhadores que mantiveram emprego formal, os dados das convenções coletivas de trabalho mostram que os reajustes nominais de salários têm repostado grande parte das perdas derivadas da elevada inflação ao consumidor. O reajuste nominal médio alcançou 6,2% em agosto, correspondente a redução real de 0,8% em relação ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado em 12 meses medido cinco meses antes.<sup>18</sup> Essa métrica de reajuste real – que tem comportamento cíclico, apresentando correlação positiva com o IBC-Br – mostra, até o momento, variação negativa, mas menos intensa que a observada em 2016.

## Crédito

Em consonância com o ciclo de aperto da política monetária em curso, a taxa média de juros das novas contratações de crédito com recursos livres aumentou em relação ao observado no final do ano passado, com movimento mais pronunciado nos

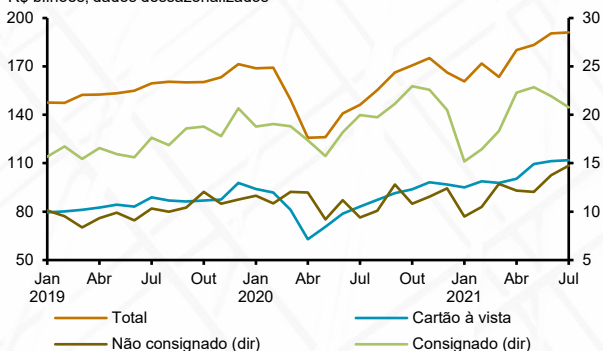
17/ Com a pandemia, pessoas com rendimento médio mais baixo, em geral associado a ocupações de maior contato social, saíram do mercado de trabalho, elevando a média do rendimento das pessoas que permaneceram ocupadas durante a pandemia. Para uma análise sobre esse efeito no rendimento médio efetivo, ver o box “Efeito da composição da população ocupada no rendimento do trabalho” neste relatório.

18/ Reflete a média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho de São Paulo e do Rio de Janeiro pelo critério de data de registro no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador), do Ministério do Trabalho e Previdência. As convenções consideradas são aquelas para as quais foi possível capturar adequadamente o percentual de reajuste acordado. Usualmente, há demora entre a negociação e o registro no sistema. Exercícios sugerem que, pela data de registro, os reajustes acordados apresentam correlação mais alta com o INPC acumulado em 12 meses medido cinco meses antes. Se considerada a data de início de vigência, a maior correlação é com o INPC do mês anterior. O critério de data de início de vigência tem a desvantagem da baixa representatividade nos meses mais recentes. Contudo, a análise não se altera significativamente para 2021, até agosto: o reajuste real médio foi -0,9% tanto pelo critério de data de registro, com 686 convenções consideradas, como pelo critério de data de início de vigência, com 351 convenções.



**Gráfico 1.2.18 – Concessão de crédito com recursos livres a pessoas físicas**

R\$ bilhões, dados dessazonalizados

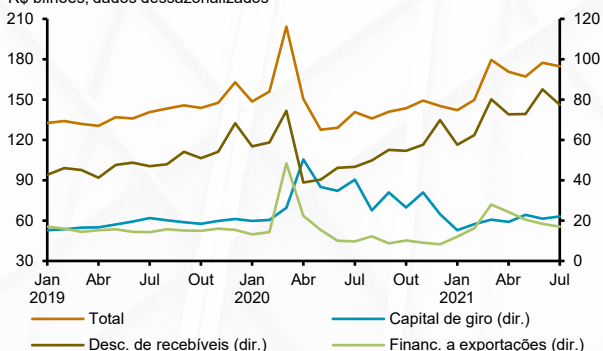


empréstimos às empresas. Tanto nesse segmento como nas operações com as famílias, os *spreads* apresentaram poucas alterações nesse período, apesar de elevações em algumas modalidades. Nesse contexto, a manutenção da inadimplência em níveis baixos deve ter contribuído para o repasse moderado do aumento do custo de captação para as taxas de juros do crédito.

Após período de relativa estabilidade desde o final de 2020, as concessões de crédito livre às pessoas físicas aumentaram nos meses de maio a julho, com destaque para o crescimento do cartão de crédito à vista, em linha com a retomada da mobilidade urbana e do consumo desde o início de abril. As linhas de crédito pessoal não consignado se destacaram nas operações que contam com algum tipo de garantia vinculada.

**Gráfico 1.2.19 – Concessão de crédito com recursos livres a pessoas jurídicas**

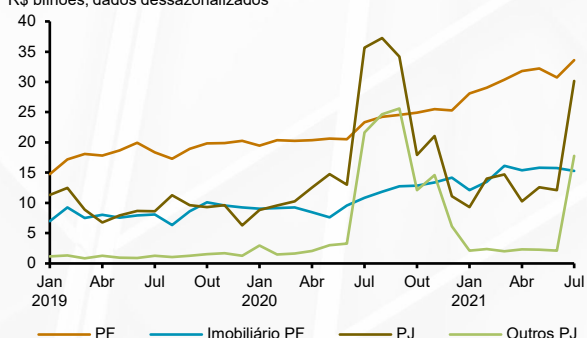
R\$ bilhões, dados dessazonalizados



Em relação às empresas, o volume de novos empréstimos com recursos livres apresentou relativa estabilidade nos últimos meses. Permaneceram, entretanto, em nível acima do observado antes do início da pandemia. Entre as modalidades, destaca-se o crescimento nos descontos de recebíveis, modalidade de curto prazo voltada para a gestão imediata de caixa. Por outro lado, as linhas de financiamento de exportações recuaram, após terem registrado forte crescimento no trimestre anterior, mas ainda se situaram em patamar superior ao observado no segundo semestre de 2020. As operações de capital de giro, de prazo mais dilatado, estabilizaram-se em patamar semelhante ao de 2019.

**Gráfico 1.2.20 – Concessão de crédito com recursos direcionados**

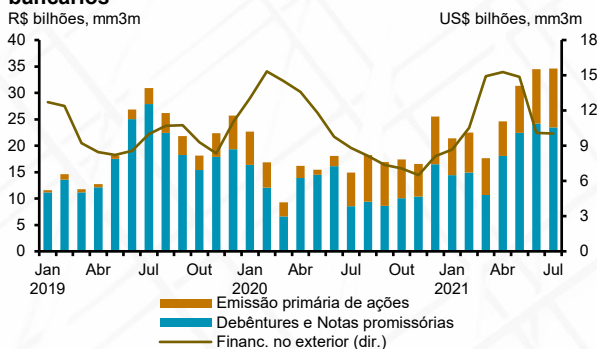
R\$ bilhões, dados dessazonalizados



No crédito direcionado, destaca-se a volta das contratações do Pronampe em julho, agora como programa permanente. Os recursos destinados para o programa em 2021 deverão gerar aproximadamente R\$25 bilhões em novas operações. Em julho as contratações alcançaram R\$17,5 bilhões<sup>19</sup>, sendo quase a metade desse montante tomado por empresas de comércio. Adicionalmente, ressalta-se o bom desempenho do crédito rural, tanto no segmento de pessoas jurídicas como no de pessoas físicas, em contexto de preços elevados dos principais produtos agropecuários, que incentivam os produtores a investir nas lavouras. O financiamento imobiliário às famílias, por sua vez, mostra sinais de estabilização depois de meses em expansão, com os bancos começando a elevar os juros dos novos contratos.

19/ Esse valor é baseado em informações declaratórias das instituições financeiras, extraídas do Sistema de Informações de Crédito (SCR), portanto pode diferir de outras fontes de informação sobre o programa.

**Gráfico 1.2.21 – Financiamentos corporativos não bancários**

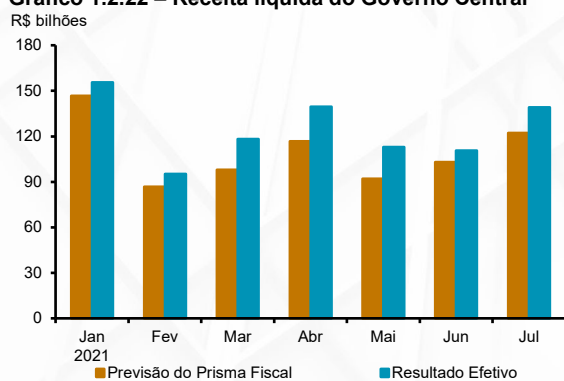


Fontes: BCB e Anbima

O saldo da carteira de crédito cresceu no trimestre encerrado em julho, impulsionado principalmente pelo crédito às famílias. A variação do saldo registrou em julho alta de 16,2% ante o mesmo mês de 2020. As projeções de crescimento dessa variável para 2021 e 2022 – detalhadas em boxe neste Relatório – são 12,6% e 8,5% respectivamente.

No financiamento não bancário também houve aumento das captações no trimestre encerrado em julho. O volume e a quantidade de empresas que emitiram dívidas corporativas aumentaram nesse período, assim como o volume das emissões primárias de ações. Em sentido oposto, a contratação de financiamentos no exterior, em dólares, diminuiu 34% em relação ao trimestre anterior (40% em reais).

**Gráfico 1.2.22 – Receita líquida do Governo Central**

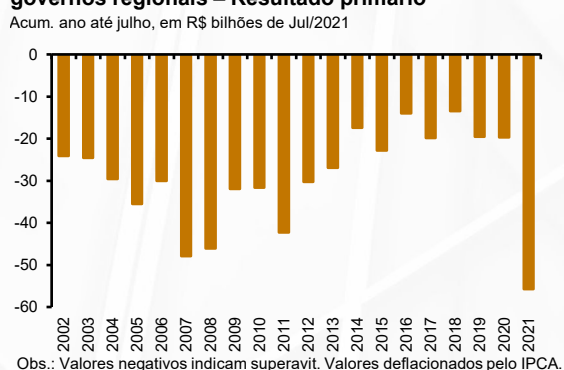


Fontes: Ministério da Economia e STN

## Fiscal

No Relatório anterior, destacou-se a surpresa positiva nos resultados fiscais ao longo do primeiro quadrimestre. Essa surpresa ocorreu, majoritariamente, pelo lado das receitas, que recorrentemente vieram acima da expectativa dos analistas econômicos. No âmbito das despesas, o atraso na aprovação do orçamento federal e os menores gastos no combate à pandemia, em relação a 2020, também contribuíram para os bons resultados no início do ano.

**Gráfico 1.2.23 – Necessidade de financiamento dos governos regionais – Resultado primário**

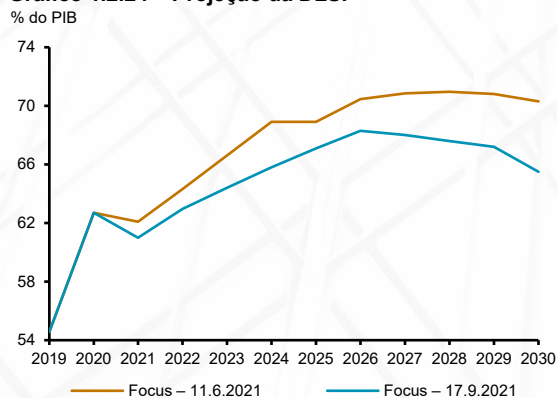


Desde então, a evolução dos resultados fiscais continuou bastante influenciada pelas medidas de combate aos efeitos da pandemia. Várias delas consistem em alterações do calendário orçamentário usual, tanto pelo lado da execução de despesas como pelo da arrecadação de impostos, dificultando a interpretação dos resultados mensais e, conseqüentemente, a avaliação do cenário fiscal.

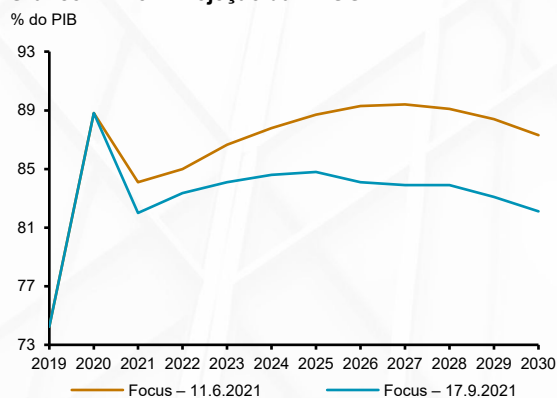
As receitas continuam a surpreender as estimativas de mercado, trazendo consigo uma perspectiva de resultado fiscal melhor que o esperado inicialmente para o ano corrente: a edição de setembro do Prisma Fiscal<sup>20</sup> apresenta projeção mediana para 2021 de *deficit* primário do Governo Central de R\$135 bilhões, ante os R\$222 bilhões esperados no início do ano e os R\$201 bilhões estimados em junho. Tal reavaliação

20/ Prisma Fiscal, elaborado e gerido pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia, é um sistema de coleta de expectativas de mercado, para acompanhamento da evolução das principais variáveis fiscais brasileiras sob a ótica de analistas do setor privado.

**Gráfico 1.2.24 – Projeção da DLSP**



**Gráfico 1.2.25 – Projeção da DBGG**



ocorreu a despeito da projeção de despesas para o ano ter aumentado em R\$87 bilhões entre janeiro e setembro, em linha com as prorrogações do Auxílio Emergencial e do BEm<sup>21</sup>. As estimativas oficiais seguiram o mesmo caminho: o *deficit* de R\$226 bilhões, previstos no primeiro bimestre, passou para R\$155 bilhões, segundo projeções oficiais mais recentes disponíveis até a data de corte deste Relatório.

Em relação aos governos subnacionais, houve crescimento tanto das receitas próprias (no caso dos estados, +19%) quanto das receitas transferidas pela União (+21%). Com as despesas de pessoal, aproximadamente 50% da despesa total, congeladas pela Lei Complementar nº 173/2020, tal elevação se traduziu em surpresas nos resultados primários ao longo do ano. Em termos reais, os resultados mensais foram recordes em quatro dos sete meses, de maneira que o resultado é o melhor da série histórica no acumulado do ano – *superavit* de R\$55,7 bilhões.

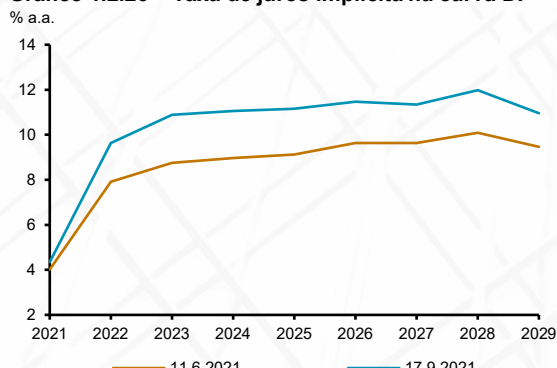
Tanto para o governo central quanto para os entes subnacionais, há incerteza sobre quanto do recente aumento do nível das receitas é permanente. Além das tratativas de reforma tributária, cuja neutralidade não está assegurada, e da decisão judicial que excluiu o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) da base do Programa de Integração Social (PIS)/ Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), a evolução recente das receitas se mostra substancialmente influenciada pelo preço das *commodities* em reais – receitas de exploração de recursos naturais aumentaram 50% no acumulado até julho – e por recolhimentos atípicos de IRPJ e CSLL – alta de R\$21 bilhões (ou 757%) no acumulado do ano –, fatores de perenidade incerta. Ainda assim, entre janeiro e setembro, os analistas consultados pelo Prisma Fiscal aumentaram a projeção de receitas líquidas do Governo Central em R\$165 bilhões para 2021 e, em média, em R\$148 bilhões para os anos à frente.

Há, da mesma forma, incertezas sobre o cenário prospectivo das despesas. Em particular, a discussão sobre um novo programa social em substituição

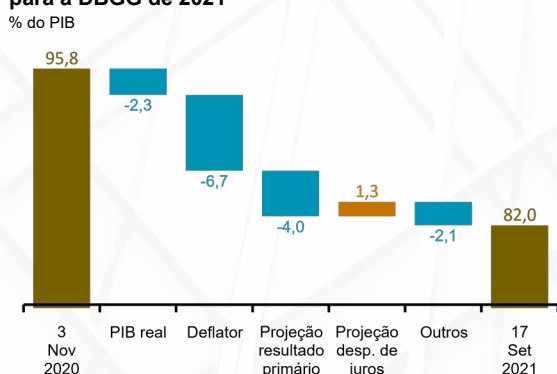
21/ O Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e Renda (PEMER) foi criado em março de 2020, e possibilitou a redução proporcional da jornada de trabalho e de salários, bem como a suspensão temporária do contrato de trabalho. O programa também estabeleceu o pagamento do Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda (BEm), custeado pela União, a fim de compensar a perda salarial dos trabalhadores advinda da redução da jornada de trabalho e da suspensão temporária do contrato de trabalho.



**Gráfico 1.2.26 – Taxa de juros implícita na curva DI**



**Gráfico 1.2.27 – Decomposição da projeção do Focus para a DBGG de 2021**



ao Bolsa Família, a maior despesa projetada com sentenças judiciais e a menor desaceleração da inflação no segundo semestre de 2021 são temas com impacto potencial sobre o conjunto de despesas programadas para 2022.

Nessa conjuntura, houve piora da percepção de analistas de mercado sobre o risco fiscal<sup>22</sup> e aumento relevante da curva de juros – com impacto sobre o custo de financiamento da dívida pública no longo prazo. Essa piora, no entanto, ainda não é evidente nas projeções de dívida no Sistema de Expectativa de Mercado do Banco Central (pesquisa Focus). Uma decomposição da variação das projeções realizadas entre o fim de 2020 e o momento atual indica que a queda de 13,8 p.p. da relação dívida/PIB esperada para o fim de 2021 se deve principalmente a uma combinação entre a reavaliação positiva para o PIB nominal (-9,0 p.p.)<sup>23</sup> e um melhor cenário para o resultado primário esperado para o ano (-4,0 p.p.). Apesar da grande contribuição de fatores não associados à dinâmica fiscal *per se*, essa melhora foi incorporada nas expectativas de médio e longo prazo. As projeções de dívida bruta do governo geral (DBGG) e dívida líquida do setor público (DLSP) para 2029 caíram 5,3 p.p. e 3,6 p.p. em relação ao verificado no Relatório de Inflação de junho.

Nesse contexto, o Comitê de Política Monetária (Copom) reconhece que o risco fiscal segue elevado, apesar da melhora recente nos indicadores de sustentabilidade da dívida pública. Caso as recentes dúvidas quanto à continuidade do processo de consolidação fiscal não sejam dirimidas, essa melhora recente pode não se manter. A própria percepção, pelos agentes econômicos, de uma possível mudança do regime fiscal pode ter impactos sobre prêmios de risco do país, a taxa de juros neutra, as expectativas de inflação e, conseqüentemente, a política monetária.

22/ Diversos analistas presentes no 84º ciclo de reuniões do Diretor de Política Econômica do Banco Central com economistas participantes do Sistema de Expectativas de Mercado, que ocorreu por videoconferência nos dias 18 e 19 de agosto desse ano, mencionaram a política fiscal como principal fator de piora da conjuntura econômica desde a reunião de maio.

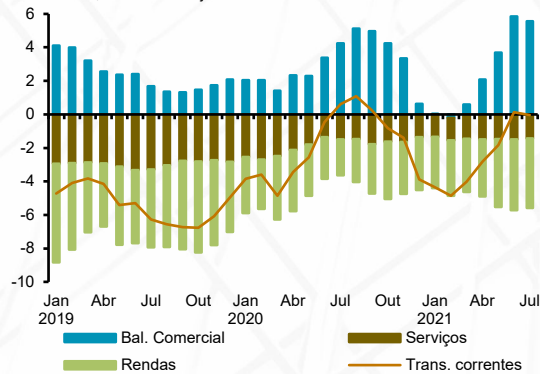
23/ A decomposição calculada é uma aproximação e considera mediana de mercado para cada variável isoladamente. A contribuição do deflator do PIB foi construída a partir da mediana da projeção para o IPCA do Focus. Os gastos com juros foram obtidos implicitamente das projeções de resultados primário e nominal. O componente Outros, obtido por resíduo, reflete erros de aproximação, compatibilizações metodológicas, entre outros. Assim, esse componente incorpora, por exemplo, a revisão do PIB nominal pela divulgação das Contas Nacionais Anuais de 2018 e trimestrais de 2020.IV e 2021.I, as devoluções de títulos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – que provavelmente não estavam incorporados nas projeções feitas em novembro de 2020 e diferenças entre o IPCA e o deflator do PIB.



## Externo

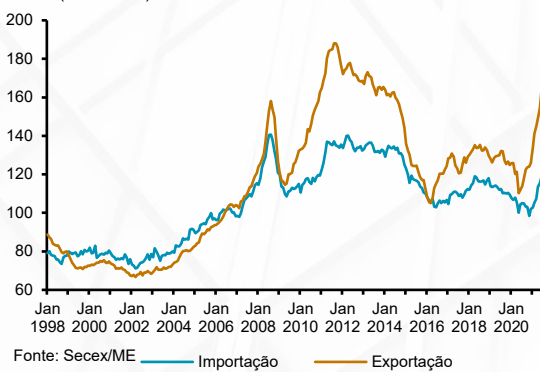
**Gráfico 1.2.28 – Transações correntes**

US\$ bilhões, MM3M com ajuste sazonal



**Gráfico 1.2.29 – Índices de preços**

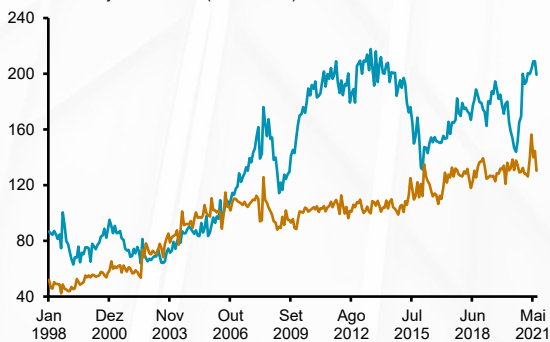
Índice (2006 = 100)



Fonte: Secex/ME — Importação — Exportação

**Gráfico 1.2.30 – Índices de quantum**

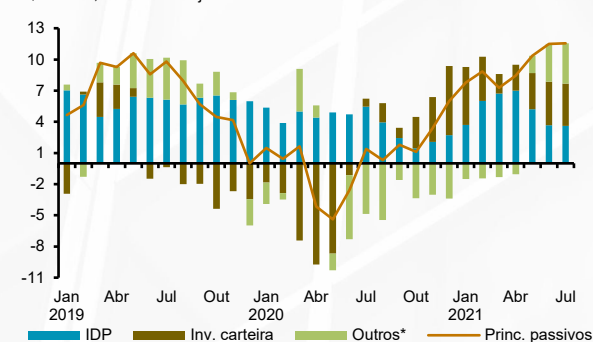
Índice com ajuste sazonal (2006 = 100)



Fonte: Secex/ME — Importação — Exportação

**Gráfico 1.2.31 – Principais passivos financeiros**

US\$ bilhões, MM3M com ajuste sazonal



\* Inclui empréstimos, créditos comerciais e adiantamentos.

As transações correntes continuaram exibindo resultados próximos à neutralidade desde o último Relatório, em grande medida devido ao bom desempenho da balança comercial e do *deficit* de serviços em patamar deprimido. Foram determinantes para esse resultado a manutenção em patamares elevados dos preços de *commodities*, a persistência das restrições a viagens internacionais e a taxa de câmbio substancialmente acima do nível pré-pandemia. Por outro lado, observaram-se os primeiros sinais de aumento nas despesas de lucros e dividendos, em linha com a evolução da atividade doméstica. As projeções atualizadas consideram resultados mais negativos nas transações correntes no restante do ano, conforme detalhado no box “Projeções para contas externas de 2021 e 2022”.

Na balança comercial, a maior elevação nos preços dos produtos exportados em relação aos importados favoreceu o saldo comercial, sendo determinante para duas quebras de recorde histórico do valor exportado, nos meses de maio e junho. Os destaques foram os produtos básicos, em especial soja e petróleo, que tiveram seus melhores trimestres da série histórica de abril a junho de 2021, além do minério de ferro. As exportações de semimanufaturados e manufaturados também superaram os níveis pré-pandemia, destacando-se nesses grupos os óleos combustíveis e os produtos semiacabados de ferro e aço, também influenciados pela alta dos preços das *commodities*.

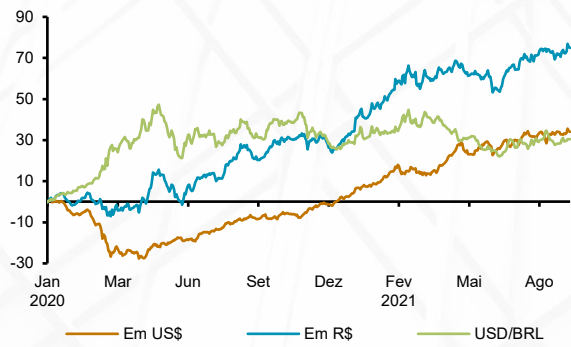
As importações mantiveram a recuperação iniciada nos últimos meses de 2020, com desempenho especialmente forte de bens intermediários, cujo valor já se encontra em patamar superior ao pré-crise e semelhante ao de 2013, positivamente impactado pela recuperação da atividade doméstica. Nesse contexto, os termos de troca continuaram em trajetória ascendente, e explicam parte relevante da melhora da balança comercial.

Na conta financeira, houve desaceleração nas entradas líquidas de investimento direto no país nos últimos meses. O resultado agregado refletiu i) amortizações líquidas de empréstimos intercompanhia nos meses de maio e junho, com destaque para o setor de petróleo e gás e ii) menores reinvestimentos de lucros, com remessas de lucros mais altas nos meses de maio a julho. A entrada líquida de investimento em carteira passivo,

por outro lado, aumentou no trimestre entre maio e julho de 2021, possivelmente se beneficiando das surpresas positivas na lucratividade de empresas listadas e da retomada da atividade doméstica. Além disso, o aumento na oferta de títulos públicos em meio ao processo de ajuste das condições monetárias no Brasil atraiu interesse estrangeiro por títulos negociados no país.

**Gráfico 1.2.32 – IC-Br e câmbio**

Var % acumulada da média móvel de 5 dias desde Jan/2020



Fontes: Bloomberg e BCB

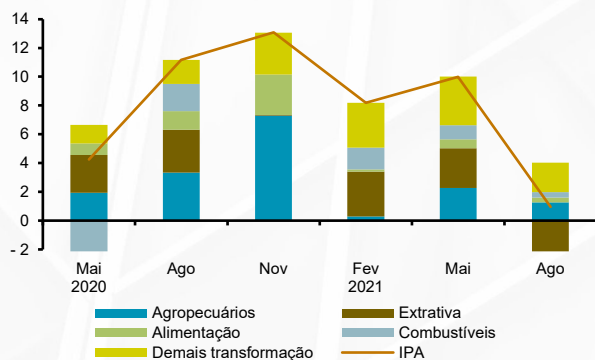
**Tabela 1.2.2 – Variação no preço em dólar entre Relatórios MM5D na data de corte**

	Var. %			
	2020		2021	
	Dez	Mar	Jun	Set
Minério de ferro	3,0	32,8	25,2	-41,8
Cobre	13,7	17,0	10,6	-4,7
Alumínio	16,4	5,7	14,2	16,1
Brent	17,5	40,8	5,6	3,1
Gás natural	-4,8	-1,1	17,7	68,6
Carvão	17,8	3,4	66,1	56,1
Açúcar	10,3	12,4	12,9	12,8
Café	-9,2	9,6	22,3	16,5
Soja	19,0	22,1	6,6	-14,6

Fonte: Bloomberg

**Gráfico 1.2.33 – IPA-DI**

Var. trim. %



Fonte: FGV

## Preços

Os preços de *commodities* continuaram subindo no mercado internacional enquanto a taxa de câmbio apresentou depreciação – combinação de fatores inflacionária e atípica, já que a correlação usual entre as variáveis é negativa. Medido em reais, o IC-Br subiu 8,05%<sup>24</sup>. Foi observada heterogeneidade relevante entre as diversas *commodities*. De um lado, pode-se destacar o recuo expressivo no preço do minério de ferro (-41,82%, em dólares), refletindo em boa medida questões regulatórias na China. Entre as *commodities* energéticas, por outro lado, houve alta de carvão e gás natural, mas estabilidade do preço do petróleo<sup>25</sup>. Os preços internacionais das *commodities* agropecuárias subiram, algumas delas, como milho e açúcar, refletindo parcialmente as condições climáticas no Brasil.

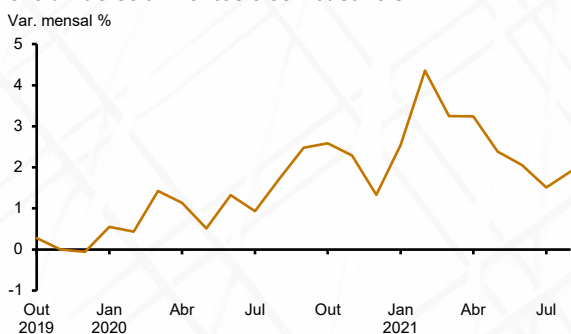
Os preços ao produtor continuaram aumentando, mas em ritmo menor. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) variou 0,96% no trimestre encerrado em agosto, mostrando arrefecimento significativo em relação à variação de 10,00% observada no trimestre anterior. A considerável queda no preço do minério de ferro representou a principal contribuição para a moderação da alta dos preços ao produtor. Os preços dos demais componentes registraram desaceleração significativa, mas seguiram apresentando elevação relevante. Em particular, os preços da indústria de transformação excluindo alimentos, bebidas e combustíveis – medida que filtra alguns dos componentes mais voláteis – subiram 5,56%, sugerindo continuidade da pressão sobre os preços de bens industriais em geral.

Na construção civil os custos também continuam apresentando alta sustentada. Os preços de materiais, que nos doze meses encerrados em agosto subiram

24/ Considerando a média dos cinco dias úteis encerrados nas respectivas datas de corte deste relatório e de sua edição anterior.

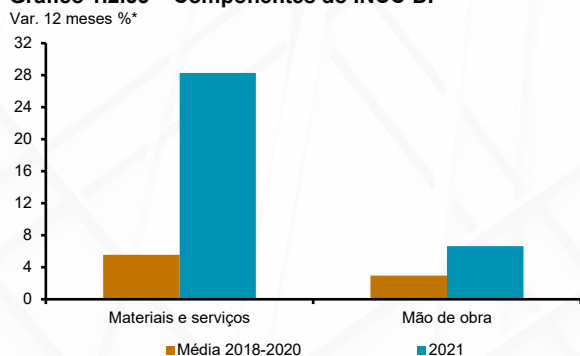
25/ Apesar da estabilidade no preço do petróleo, o preço da gasolina e do gás liquefeito de petróleo (GLP) tiveram alta relevante. Contudo, estes combustíveis não são incluídos no Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br).

**Gráfico 1.2.34 – Indústria da transformação excluindo-se alimentos e combustíveis**



Fontes: FGV e BCB

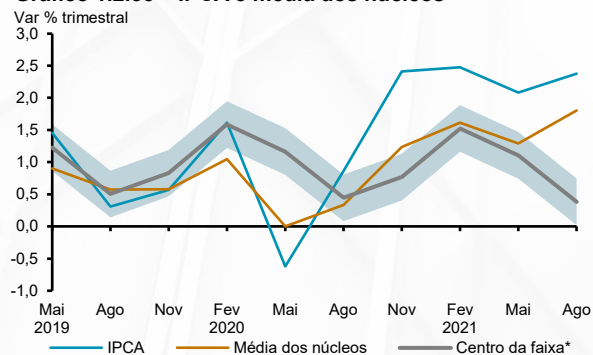
**Gráfico 1.2.35 – Componentes do INCC-DI**



Fonte: FGV

\* Acumulada em agosto de cada ano.

**Gráfico 1.2.36 – IPCA e média dos núcleos**



\* Faixa sazonal ajustada para a meta.

Fontes: IBGE e BCB

28,28%, exerceram a principal pressão nos custos. Houve contudo, moderação na alta na ponta. O custo com mão-de-obra também apresenta alta significativa, de 6,65% no período, mais próxima do observado em 2016 e 2017 do que de 2018 a 2020. Essa alta é consistente com outras evidências que sugerem repasse da inflação para os salários nominais, ainda que seja observada alguma perda real.<sup>26</sup>

A elevada inflação ao consumidor continua se revelando persistente. O IPCA variou 2,38% no trimestre encerrado em agosto. Trata-se do quarto trimestre consecutivo em que a inflação registrou patamar superior ao compatível com o limite superior do intervalo da meta e superou as expectativas que se tinha no início de cada trimestre.<sup>27</sup> Com as sucessivas surpresas, a inflação acumulada em doze meses subiu de 8,06% em maio para 9,68% em agosto, superando amplamente a meta de inflação de 3,75% para o ano calendário de 2021.

O patamar elevado da inflação revela-se disseminado. As altas de preços apresentam maior intensidade em componentes voláteis pouco associados à inflação subjacente, mas mesmo os núcleos de inflação registram patamar elevado. Na métrica dessazonalizada e anualizada, a média dos núcleos alcançou 8,13% no trimestre encerrado em agosto, comparativamente a variação de 11,31% registrada pelo IPCA nessa métrica, mas também em patamar incompatível com o cumprimento da meta.

A principal contribuição para o patamar elevado da inflação no trimestre veio dos preços administrados (3,47%). As tarifas de energia elétrica subiram 11,19%, refletindo sobretudo o acionamento de bandeiras tarifárias de valor mais elevado para fazer frente ao aumento de custos de geração que decorrem da crise hídrica.<sup>28</sup> Os preços dos derivados de petróleo também apresentaram alta relevante, com repasse da elevação dos preços internacionais e impactados pela alta expressiva do etanol. Em

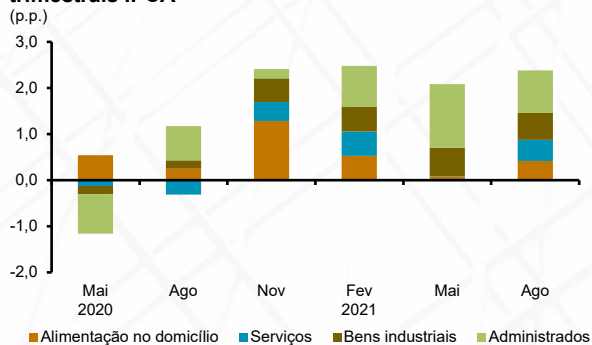
26/ Ver também a seção Mercado de trabalho neste capítulo, em particular a referência aos dados das convenções coletivas de trabalho. Na mesma direção, o Salariômetro, indicador calculado pela Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (Fipe) a partir de dados e informações de acordos e convenções coletivas, mostra que os reajustes nominais dos salários subiram junto com a inflação, ainda que na maioria dos casos se observe alguma perda real.

27/ Tanto para projeções do Banco Central quanto do Focus.

28/ Em maio vigorou a bandeira vermelha 1, com valor de R\$4,169 por 100 kWh. Em junho foi acionada a bandeira vermelha 2, com valor de R\$6,243 por 100 kWh. Em julho o valor da bandeira vermelha 2 foi alterado para R\$9,490 por 100 kWh, mantido em agosto. Devido ao agravamento da crise hídrica e ao aumento dos custos de geração, a Câmara de Regras Excepcionais para Gestão Hidroenergética (CREG) determinou, no final de agosto, a criação de um novo patamar, a chamada “Bandeira Escassez Hídrica”, com valor de R\$14,20 por 100 kWh, a vigorar entre setembro de 2021 e abril de 2022. A transição para esse novo patamar implicará mais pressão sobre a inflação na próxima leitura.

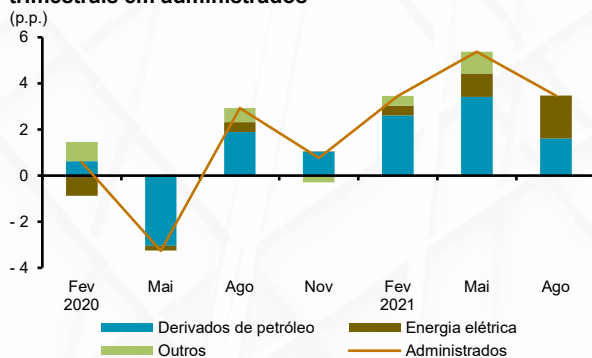


**Gráfico 1.2.37 – Contribuições para variações trimestrais IPCA**



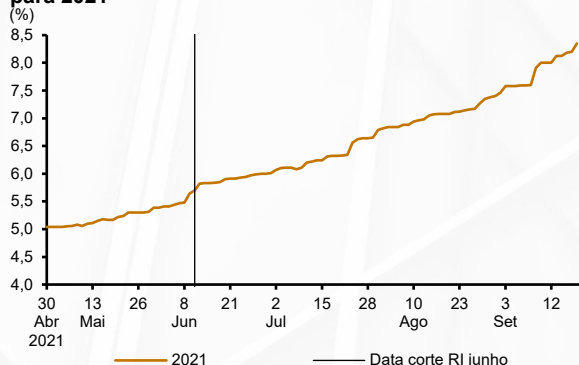
Fonte: IBGE

**Gráfico 1.2.38 – Contribuições para variações trimestrais em administrados**



Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.39 – Mediana das expectativas anuais Focus para 2021**



sentido contrário, contribuiu o reajuste máximo de -8,19% determinado pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) para os planos de saúde individuais<sup>29</sup>, com impacto diluído no IPCA até abril do próximo ano.

Os preços de alimentos voltaram a subir de forma significativa (2,76%) após acomodação no trimestre anterior. O aumento foi disseminado por vários produtos, mas se destaca a contribuição dos aumentos nos preços de carnes, de aves e ovos, e de leite. Parte dessa alta decorre do repasse do aumento de custos com ração animal, que interage com a menor disponibilidade de pastagens em decorrência da seca. Também teve papel relevante o recuo modesto dos preços de alimentos *in natura*, em comparação ao padrão sazonal típico, refletindo a piora das condições climáticas.

Os preços dos bens industriais continuaram em forte elevação (2,53%). Trata-se do quinto trimestre consecutivo com elevação superior a 1,50%, revelando a persistência do fenômeno. Têm contribuído para essa alta fatores como a mudança na composição dos gastos das famílias, a existência de gargalos de oferta e o repasse de custos, dentre os quais o de *commodities*, o de depreciação da taxa de câmbio e, mais recentemente, o de energia. Os aumentos foram disseminados entre os vários produtos que compõem a categoria, mas sobressaíram-se, no trimestre, as altas nos preços de vestuário e de veículos, que em parte representaram impactos do aumento da mobilidade e de gargalos de oferta, respectivamente.

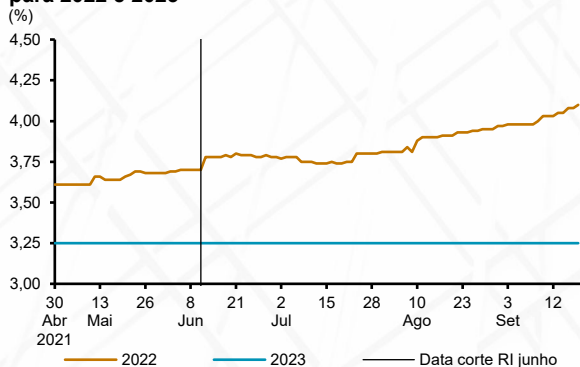
Os preços de serviços seguem mostrando alta mais contida que os demais, mas houve nítida aceleração no trimestre (1,29% ante 0,02%). É esperado que a maior mobilidade propicie aumento dos preços de serviços que se encontram em patamar deprimido. O aumento recente da inflação também deve contribuir para a elevação dos preços no segmento, em parte por seu efeito sobre salários nominais<sup>30</sup> e em parte por mecanismos de inércia e indexação. Por fim, houve aumento significativo nos preços de consertos de equipamentos domésticos e veículos, o que pode estar diretamente ligado à alta nos preços de peças para reparos.

29/ Conforme a metodologia de regulação tarifária, o recuo refletiu a queda pronunciada das despesas assistenciais pelas operadoras dos planos de saúde em 2020, em decorrência do isolamento social. Nesse sentido, a normalização dos gastos assistenciais em 2021 deve implicar forte elevação das tarifas em 2022.

30/ Na seção Mercado de trabalho deste relatório discute-se a evolução do rendimento do trabalho e são apresentados dados de reajustes nominais extraídos de convenções coletivas de trabalho registradas no Ministério do Trabalho e Previdência.



**Gráfico 1.2.40 – Mediana das expectativas anuais Focus para 2022 e 2023**



Nesse contexto, a mediana das expectativas para a inflação em 2021 subiu de 5,82% para 8,35%. Análise desagregada das projeções dos analistas<sup>31</sup> mostra que a revisão altista foi disseminada entre os componentes, com maior destaque para energia elétrica, gasolina e bens industriais. Para 2022, a mediana das expectativas passou de 3,78% para 4,10%, apesar do efeito desinflacionário que o patamar extraordinariamente elevado de bandeira da tarifa de energia elétrica em 2021 possa exercer sobre a inflação em 2022. O aumento decorre majoritariamente da mudança nas projeções para serviços e bens industriais. Para 2023 e 2024, as medianas das expectativas para inflação são iguais às respectivas metas (3,25% e 3,00%, respectivamente).

31/ Obtidas no Questionário Pré-Copom enviado aos participantes do [Sistema de Expectativas de Mercado](#).

## Consumo de bens e serviços na pandemia

A dinâmica da pandemia de Covid-19 e das reações dos agentes públicos e privados definiram diferentes fases do consumo das famílias. Em um primeiro momento, a participação do consumo de bens cresceu; posteriormente, iniciou-se um processo de normalização do consumo de serviços, ainda em curso. Avaliar em que grau a participação dos serviços na cesta das famílias já foi normalizada é importante para o cenário prospectivo do segundo semestre, tanto para o consumo quanto para a economia como um todo.

Para essa avaliação construiu-se um indicador evoluindo o valor consumido pelas famílias de diferentes produtos em 2018, disponível na Tabela de Recursos e Usos (TRU), com os dados mensais desagregados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) e da Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS). Essa abordagem permite avaliar a evolução de produtos que representavam 62% do consumo das famílias naquele ano<sup>1</sup>. A vantagem desse indicador relativamente à análise direta da PMC e PMS é a indicação da importância relativa de cada segmento para a evolução do consumo agregado.

O Gráfico 1 apresenta a contribuição dos diferentes grupos de produtos para a evolução da parcela do consumo das famílias coberta pelo indicador deste exercício, relativamente a fevereiro de 2020, mês imediatamente anterior aos primeiros efeitos da pandemia.

Abril de 2020 foi o vale do período, quando os níveis do consumo de todos os grupos de produtos encontravam-se em patamares bastante deprimidos. Destacam-se as contribuições de vestuário e serviços às famílias, que inclui serviços como restaurantes, hotéis e cabeleiros, diretamente afetados pelo distanciamento social. Na fase de recuperação posterior, até outubro de 2020, o consumo das famílias recuperou-se de maneira rápida, influenciado por um lado pelo consumo de não-duráveis e móveis e eletrodomésticos, impulsionados pelos programas de auxílio do governo e pela impossibilidade de consumir tantos serviços quanto se consumia anteriormente, e por outro por um crescimento no consumo de serviços, embora ainda em patamares deprimidos. Após outubro, o ritmo de recuperação do consumo desacelerou, com a perda do impulso ao consumo de bens e a estagnação no processo de normalização do consumo de serviços às famílias, prejudicado adicionalmente pelo recrudescimento da pandemia no Brasil no início de 2021.

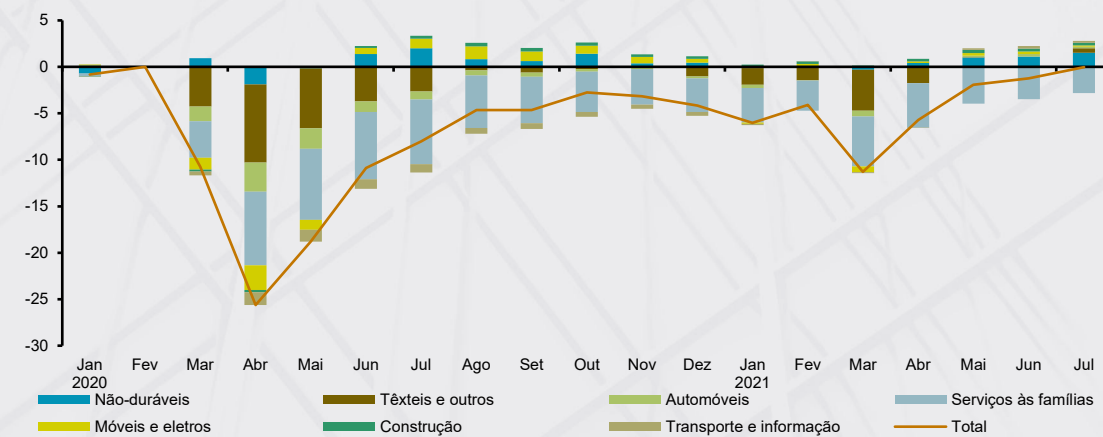
Em julho, o indicador do consumo das famílias encontrava-se no mesmo nível do patamar pré-pandemia, ainda com importante contribuição negativa dos serviços às famílias (-2,8 p.p.). No sentido contrário, destacavam-se as contribuições positivas de bens não-duráveis (1,5 p.p.) e têxteis e outros (0,5 p.p.).

Prospectivamente, a continuidade do processo de normalização dos serviços mais diretamente afetados pela pandemia pode representar um impulso importante para o consumo das famílias no segundo semestre: caso metade da diferença em relação a fevereiro de 2020 fosse recuperada até o final do ano, isso representaria um impulso de aproximadamente 0,7 p.p. para o crescimento do consumo total das famílias em cada trimestre. Contudo, parte da renda necessária para esse aumento do consumo de serviços pode vir da diminuição do

1/ Dos 128 produtos listados na TRU, aqueles que possuíam uma associação direta com algum setor da PMC ou PMS foram evoluídos pelos respectivos setores dessas pesquisas. Todos os bens foram associados a um setor da PMC e alguns serviços foram associados aos serviços prestados às famílias, transportes ou serviços de informação na PMS. Posteriormente os produtos foram agregados em alguns grupos (bens não-duráveis, têxteis e outros, móveis e eletrodomésticos, automóveis, materiais de construção, serviços às famílias e transporte e informação). A série de cada grupo foi dessazonalizada utilizando-se o calendário de dias úteis da especificação do ajuste sazonal do Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br). A série total dessazonalizada foi construída de maneira indireta, a partir das séries dos componentes já ajustadas sazonalmente.

consumo de bens, em cenário de desemprego ainda elevado, neutralizando parte do impulso e contribuindo negativamente para o desempenho da indústria de transformação no período.

**Gráfico 1 – Consumo de bens e serviços**  
Contribuição – Var. em relação a fev/2020 (%)



Fonte: IBGE

## Evolução de Nuci, estoques e insumos na indústria de transformação

Este boxe descreve a evolução dos indicadores de nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), estoques e escassez de matéria-prima obtidos pela Sondagem da Indústria da Fundação Getúlio Vargas (FGV), considerando as aberturas por categorias de uso e divisões da indústria de transformação.<sup>1</sup>

O Nuci da indústria de transformação sofreu forte retração de abril a julho de 2020. Como atesta a prevalência de cores verdes nas colunas da esquerda na Tabela 1, essa diminuição do Nuci foi disseminada entre categorias de uso e setores industriais, mas foi particularmente relevante para a indústria de bens de consumo duráveis, como veículos automotores. Posteriormente, o Nuci subiu e atualmente se situa em patamar ligeiramente acima de seus níveis históricos recentes. Entre as categorias de uso, essa recuperação foi mais acentuada nos segmentos de bens de capital e de material de construção, com destaque para as elevações nas indústrias de máquinas e equipamentos e de minerais não metálicos. Em situação oposta, no segmento de bens de consumo duráveis, que tem sido mais fortemente afetado pela falta de insumos, o Nuci se encontra abaixo do nível vigente antes da epidemia da Covid-19.

A escassez de matéria-prima, representada por cores mais próximas à vermelha nas colunas centrais da Tabela 1, começou a afetar a indústria a partir do último trimestre de 2020 e se agravou nos primeiros seis meses deste ano, arrefecendo apenas ligeiramente no início do segundo semestre. Para contextualização, o valor mais alto da variável que representa a escassez de matéria-prima como um fator limitativo para a indústria de transformação antes de 2020 havia sido 9,9%. Desde então foram observados valores maiores que esse para cinco dos sete trimestres ocorridos.

Todas as categorias relatam que continuam bastante afetadas pela oferta insuficiente de matérias-primas, mas os segmentos de bens de consumo duráveis e, em menor intensidade, de bens de capital se destacam. Entre as divisões mais impactadas estão as indústrias de informática e eletrônicos, de veículos automotores, de máquinas e equipamentos e de produtos de metal. Esse retrato é consistente com o noticiário e impressões coletadas de representantes desses setores econômicos, que têm indicado falta de insumos como aço, plásticos, embalagens e principalmente componentes eletrônicos.

A escassez de insumos e o descompasso entre demanda e oferta têm impedido a recomposição de estoques de produtos finais na indústria, que atingiram níveis bastante deprimidos no início de 2021 (predomínio de cores verdes nas colunas da direita na Tabela 1). Destacam-se pelo baixo nível de estoques bens intermediários e bens de consumo duráveis – este último fortemente influenciado pela indústria automobilística.

O desajuste nas cadeias de insumos industriais tem se revelado mais persistente do que o esperado e impressões de setores afetados indicam que o processo de normalização pode se estender até 2022. Essa

1/ O nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) representa o percentual de ocupação da capacidade instalada e, neste boxe, é analisado em termos da diferença em relação à média histórica recente, de 2017-2019. O indicador de estoques expressa o diferencial entre o percentual de empresas que consideram seu nível de estoque insuficiente em relação às que o consideram suficiente, sendo o indicador padronizado em relação a um período base previamente estabelecido. Para efeito desse boxe, o indicador é ajustado para o complemento de 200 do índice original, apenas para que valores acima de 100 (nível neutro) estejam indicando uma situação de estoques excessivos. O indicador de “falta de insumos e matéria-prima” como fator limitativo à expansão da produção faz parte dos quesitos trimestrais levantados nos meses de janeiro, abril, julho e outubro. O indicador representa a frequência de menção a esse problema dentro do conjunto de empresas que afirmaram existir algum tipo de impedimento à expansão da produção. Para maiores detalhes sobre os indicadores, ver a metodologia da Sondagem da Indústria em [https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-08/sondagem-da-industria\\_fgv\\_aspectos-metodologicos\\_ano-2019.pdf](https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2021-08/sondagem-da-industria_fgv_aspectos-metodologicos_ano-2019.pdf)



persistência ajuda a explicar a dinâmica recente dos preços dos bens industriais e deve continuar produzindo efeitos ao menos no curto prazo. Por outro lado, o potencial rebalanceamento do consumo das famílias em direção a mais serviços e menos bens, em contexto de evolução favorável da pandemia, pode contribuir para o reequilíbrio entre oferta e demanda na indústria.

**Tabela 1 – Nuci, escassez de matéria-prima e estoques na indústria de transformação**

Setor	Nuci <sup>1</sup>				Escassez de matéria-prima <sup>2</sup>				Estoques <sup>3</sup>												
	2020		2021		2020		2021		2020		2021										
	Jan	Abr	Jul	Out	Jan	Abr	Jul	Out	Jan	Abr	Jul	Out									
Indústria de transformação	1	-18	-3	5	5	2	5	3	10	4	17	20	25	19	99	124	110	86	75	87	86
Categorias de uso																					
Bens de capital	1	-7	-2	4	5	6	11	0	6	0	15	11	21	34	95	88	111	80	70	77	79
Bens intermediários	0	-19	-3	6	6	3	5	4	3	3	13	13	17	11	102	119	114	79	74	79	82
Bens de consumo duráveis	8	-51	-5	3	-1	-8	-5	1	1	6	20	64	66	65	98	117	93	85	70	80	70
Bens de consumo não duráveis	2	-13	0	4	4	0	5	1	10	7	24	22	31	15	92	148	108	100	71	118	102
Material de construção	-2	-24	-6	5	5	8	7	3	3	4	25	24	26	18	112	118	111	73	68	79	66
Ramos																					
Alimentos																					
Têxtil																					
Vestuário																					
Couros e calçados																					
Celulose e papel																					
Deriv. petróleo e biocomb.																					
Química																					
Limpeza e perfumaria																					
Farmacêuticos																					
Matérias plásticas																					
Minerais não metálicos																					
Metalurgia																					
Produtos de metal																					
Informática e eletrônicos																					
Máquinas e equip. elétricos																					
Máquinas e equipamentos																					
Veículos automotores																					
Outros transportes																					
Escala de cores	-70	-50	-30	-10	0	5	10	0	5	10	15	20	25	30	40	75	85	95	105	110	120

Fonte: FGV

1) Diferença em relação à média de 2017 a 2019 (em p.p.).

2) Frequência de menções ao fator limitativo (em %).

3) Complemento de 200 do índice original (em pontos).

Obs.: As informações detalhadas por ramos de atividade da indústria não são públicas e devem ser obtidas diretamente com a fonte original dos dados. Este estudo apresenta apenas intervalos para esses valores.

## Projeções para a evolução do PIB em 2021 e 2022

Esse boxe apresenta as projeções centrais para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos anos de 2021 e 2022 no cenário básico do Banco Central. Essas projeções supõem a continuidade do arrefecimento da crise sanitária, a diminuição dos níveis de incerteza econômica ao longo do tempo e a manutenção do regime fiscal. O conjunto informacional utilizado para a elaboração das projeções já inclui os preços mais elevados da energia elétrica em razão da crise hídrica corrente. Todavia, as projeções não contemplam cenário de restrições diretas ao consumo de eletricidade.

### Revisão da projeção do PIB para 2021

A projeção central para o crescimento do PIB em 2021 ficou praticamente estável em relação à do Relatório de Inflação (RI) anterior, passando de 4,6% para 4,7%. A revisão repercute resultado no segundo trimestre ligeiramente acima do esperado e modesta redução da projeção do crescimento no terceiro trimestre, em linha com o conjunto de indicadores coincidentes da atividade econômica conhecidos até a data de corte do RI.

O carregamento estatístico do segundo trimestre para o crescimento anual do PIB em 2021 é 4,9%, considerando o ajuste sazonal oficial realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Apesar de o carregamento ser mais alto do que a projeção de 4,7% apresentada nesse boxe, o Banco Central espera evolução média positiva do PIB ao longo do segundo semestre. Como discutido em boxe do último Relatório de Inflação, essa discrepância se deve, em grande medida, ao fato de o ajuste oficial descontar o efeito do dia adicional do ano anterior (bissexto)<sup>1</sup>. Além desse ponto específico sobre o efeito de ano bissexto, a estimativa dos fatores sazonais e de calendário mudaram significativamente com os dados do período da pandemia<sup>2</sup>. Com um ajuste sazonal alternativo<sup>3</sup>, que mantém uma estimativa de sazonalidade mais próxima do pré-pandemia, o carregamento estatístico passa para 4,2%. Nesse ajuste, a projeção de crescimento do ano é consistente com crescimento robusto ao longo do segundo semestre<sup>4</sup>.

Uma fonte adicional de incerteza sobre a projeção de PIB para 2021, de caráter metodológico, é a revisão anual das Contas Nacionais Trimestrais. A revisão, realizada pelo IBGE na divulgação do resultado do PIB do terceiro trimestre de cada ano, incorpora, em especial, a última estimativa da série anual das Contas Nacionais e as versões mais atualizadas dos indicadores econômicos mensais e dos levantamentos de safra.

Apesar da revisão mínima na previsão para o crescimento do PIB em 2021, houve alterações relevantes na projeção dos seus componentes.

- 1/ No Relatório de Inflação de junho de 2021, veja os boxes “Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos” e “Revisão da projeção do PIB para 2021”. No primeiro deles, afirma-se “Como o ano de 2020 foi bissexto, o referido ajuste de calendário desconta do PIB de tal ano o efeito de um dia adicional: a variação interanual no primeiro trimestre de 2021 foi 1,0% na série sem ajustes e 2,3% na série com o ajuste padrão para efeitos sazonais e de calendário”.
- 2/ Ver o boxe “Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos” no Relatório de Inflação de junho de 2021.
- 3/ No ajuste sazonal alternativo, todos os trimestres a partir do primeiro trimestre de 2020 são tratados como atípicos, conforme descrito no boxe “Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos” do Relatório de Inflação de junho de 2021.
- 4/ Considerando a projeção central do PIB até o quarto trimestre de 2021, o ajuste sazonal e de calendário alternativo resulta em crescimento médio trimestral de 0,7% ao longo do segundo semestre, ante crescimento médio mais modesto, de 0,2% ao trimestre, no ajuste oficial.

No âmbito da produção, houve aumento nos prognósticos de crescimento para o setor de serviços e redução para os demais. A revisão para o setor terciário, de 3,8% para 4,7%, foi influenciada por resultados melhores do que esperados no segundo trimestre, em especial em serviços de informação e outros serviços. Apesar da surpresa positiva no segundo trimestre, o segmento de outros serviços, que engloba atividades mais fortemente dependentes de interações presenciais – como alojamento e alimentação e atividades artísticas e culturais –, ainda se encontra em patamar deprimido e deve continuar apresentando crescimento expressivo ao longo dos próximos trimestres, influenciado pela recuperação da mobilidade associada ao progresso da campanha de vacinação<sup>5</sup>.

Na indústria, a previsão de crescimento recuou de 6,6% para 4,7%, repercutindo, em especial, piora nas projeções para a indústria de transformação e para a produção e distribuição de eletricidade, gás e água. Dificuldades nas cadeias de suprimentos e preços de insumos industriais pressionados devem continuar afetando negativamente a indústria de transformação, em especial no segmento de bens de consumo duráveis, como veículos e equipamentos eletrônicos.<sup>6</sup> Adicionalmente, há tendência natural de algum arrefecimento na demanda por bens à medida que as famílias voltam a consumir mais serviços. Em relação à produção e distribuição de eletricidade, gás e água, a crise hídrica está ocasionando aumento da participação de usinas termoelétricas no total da energia elétrica produzida, com impacto negativo sobre o valor adicionado da atividade.

A revisão na projeção de crescimento da agropecuária, de 2,5% para 2,0%, reflete, principalmente, estimativas menores para a produção do milho segunda safra e da cana-de-açúcar em razão da intensificação de problemas climáticos.

Na demanda, houve alta nas previsões para o consumo do governo e para a formação bruta de capital fixo (FBCF). A melhora na expectativa para o consumo do governo, de 0,4% para 0,9%, repercutiu resultado no segundo trimestre um pouco melhor do que o previsto, sugerindo retorno aos níveis pré-pandemia em ritmo ligeiramente mais elevado.

A expressiva revisão na previsão para o crescimento da FBCF, de 8,1% para 16,0%, reflete, em especial, a expectativa de importações fictas no âmbito do Repetro<sup>7</sup> em magnitude superior à que se esperava na data de corte do último RI. O bom desempenho da construção no segundo trimestre e perspectivas favoráveis para o setor também contribuíram para a elevação da previsão para a FBCF. As taxas de juros para financiamentos permanecem em níveis favoráveis, vendas e lançamentos de imóveis residenciais encontram-se em patamares elevados e houve melhora recente da confiança dos empresários do setor.

Em sentido oposto, espera-se crescimento menor para o consumo das famílias, de 3,3% ante previsão de 4,0% no RI de junho. A estabilidade do consumo das famílias no segundo trimestre – período com fatores que apontavam para resultado mais positivo, como continuidade da recuperação do mercado de trabalho e da mobilidade, retorno do auxílio emergencial e antecipação do abono salarial e do 13º salário de aposentados do Regime Geral de Previdência Social – motivou a revisão para baixo, apesar da manutenção da expectativa de crescimento robusto ao longo da segunda metade do ano.

As exportações e as importações de bens e serviços, em 2021, devem variar, na ordem, 5,0% e 14,2%, ante projeções respectivas de 6,8% e 10,7%. O ligeiro recuo no prognóstico para as exportações repercutiu as menores safras de milho e cana-de-açúcar e a redução no crescimento esperado dos embarques de produtos semimanufaturados e de minério de ferro, em face dos dados disponíveis até a data de corte deste RI. Já a alta na estimativa para as importações decorre, principalmente, do já citado aumento esperado nas importações

5/ Ver box "Consumo de bens e serviços na pandemia" neste Relatório de Inflação.

6/ Ver os boxes "Evolução de Nuci, estoques e insumos na indústria de transformação" e "Repasse de custos na indústria de transformação e do produtor para o consumidor" neste Relatório de Inflação.

7/ Regime Aduaneiro Especial para Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro).

fictas no âmbito do Repetro. Tendo em vista as variações estimadas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2021 são de 6,0 p.p. e -1,3 p.p., respectivamente.

**Tabela 1 – Produto Interno Bruto**

Acumulado no ano

Discriminação	2020	Variação %	
		2021 <sup>1</sup>	
		Anterior	Atual
Agropecuária	2,0	2,5	2,0
Indústria	-3,5	6,6	4,7
Extrativa mineral	1,3	2,5	3,0
Transformação	-4,3	8,9	5,8
Construção civil	-7,0	5,2	5,9
Prod./dist. de eletricidade, gás e água	-0,4	2,9	0,6
Serviços	-4,5	3,8	4,7
Comércio	-3,1	7,6	6,9
Transporte, armazenagem e correio	-9,2	10,0	10,5
Serviços de informação	-0,2	6,0	9,9
Interm. financeira e serviços relacionados	4,0	1,6	2,2
Outros serviços	-12,1	3,5	6,6
Atividades imobiliárias e aluguel	2,5	2,9	3,1
Adm., saúde e educação públicas	-4,7	0,6	0,8
Valor adicionado a preços básicos	-3,9	4,2	4,5
Impostos sobre produtos	-4,9	7,2	5,6
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>-4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>
Consumo das famílias	-5,5	4,0	3,3
Consumo do governo	-4,7	0,4	0,9
Formação bruta de capital fixo	-0,8	8,1	16,0
Exportação	-1,8	6,8	5,0
Importação	-10,0	10,7	14,2

Fonte: IBGE

1/ Estimativa

## Projeção do PIB para 2022

Ao longo de 2022, espera-se ritmo de crescimento menor do que no segundo semestre de 2021, resultando em crescimento anual de 2,1%. O hiato do produto em patamar menos negativo, que reduz o espaço para a recuperação cíclica, e o movimento de aperto monetário ora em curso, cujos efeitos ocorrem de maneira defasada, são fatores que contribuem para a desaceleração da taxa de crescimento. Esta previsão ainda apresenta grau elevado de incerteza e está apoiada nas seguintes hipóteses: continuidade do arrefecimento da crise sanitária, diminuição gradual dos níveis de incerteza econômica ao longo do tempo, manutenção do regime fiscal e ausência de restrições diretas ao consumo de eletricidade.

Pelo lado da oferta, agropecuária, indústria e serviços devem avançar 3,0%, 1,2% e 2,5%, respectivamente. A projeção de crescimento para a agropecuária considera condições climáticas mais favoráveis e expansão da área plantada de produtos com elevada participação no setor, como soja e milho, em decorrência dos incentivos gerados pelo patamar elevado dos preços de *commodities* agrícolas. Para os setores secundário e terciário, projeta-se crescimento baixo para a maioria dos segmentos, dados o menor espaço para recuperação cíclica



e os efeitos do ciclo de aperto monetário ora em curso. Ainda beneficiada por condições externas favoráveis, apesar das incertezas recentes, a atividade extrativa deve exibir o maior crescimento entre os segmentos da indústria, em linha com prognósticos favoráveis para a produção de petróleo e minério de ferro.

As taxas de variação esperadas para consumo das famílias, consumo do governo e FBCF são 2,2%, 2,5% e -0,5%, respectivamente. Apesar da redução das transferências governamentais esperada para 2022, o consumo das famílias deve ser favorecido pela continuidade da recuperação do mercado de trabalho. O consumo do governo ainda deverá encerrar 2021 em patamar inferior ao do pré-pandemia, o que representaria, portanto, espaço para recuperação cíclica ao longo de 2022, em especial nos serviços de saúde pública. O recuo previsto para a FBCF reflete a elevada base de comparação em 2021 em virtude do expressivo montante de importações fictas no âmbito do Repetro, que não devem se repetir em 2022. Essa projeção da variação anual da FBCF, todavia, é compatível com crescimento médio positivo, ainda que baixo, ao longo dos trimestres de 2022, em linha com as perspectivas da indústria de transformação e da construção.

Exportações e importações de bens e serviços devem crescer 2,5% e 1,0%, respectivamente. Apesar da expectativa de crescimento do volume exportado, em particular de bens básicos, a base de comparação elevada e a perspectiva de arrefecimento do crescimento mundial explicam a previsão de moderação na alta das exportações em 2022. A expectativa de que as importações fictas no âmbito do Repetro previstas para 2021 não se repetirão em 2022 e a previsão de crescimento moderado no país no ano sinalizam incremento modesto das importações. As contribuições respectivas das demandas interna e externa estão estimadas em 1,8% e 0,3%, respectivamente.

**Tabela 2 – Produto Interno Bruto**

Acumulado no ano

Discriminação	Variação %		
	2020	2021 <sup>1/</sup>	2022 <sup>1/</sup>
Agropecuária	2,0	2,0	3,0
Indústria	-3,5	4,7	1,2
Serviços	-4,5	4,7	2,5
Valor adicionado a preços básicos	-3,9	4,5	2,2
Impostos sobre produtos	-4,9	5,6	1,4
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>-4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>2,1</b>
Consumo das famílias	-5,5	3,3	2,2
Consumo do governo	-4,7	0,9	2,5
Formação bruta de capital fixo	-0,8	16,0	-0,5
Exportação	-1,8	5,0	2,5
Importação	-10,0	14,2	1,0

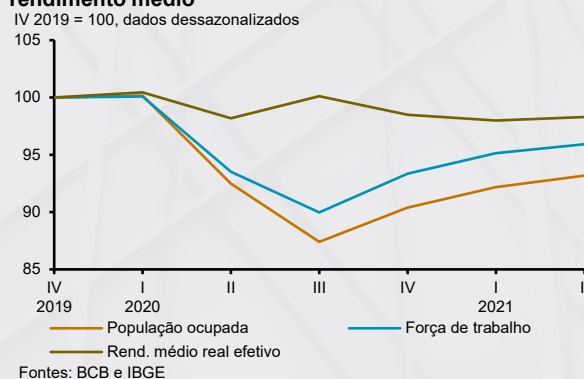
Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

## Efeito da composição da população ocupada no rendimento do trabalho

A população ocupada e a força de trabalho experimentaram acentuado recuo no início da crise sanitária, de acordo com dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), repercutindo as medidas de distanciamento social e seus impactos sobre a economia. Com o restabelecimento gradual da atividade econômica, a ocupação e a força de trabalho seguiram trajetórias de recuperação, mas ainda se encontravam no segundo trimestre de 2021 em patamares inferiores aos do período pré-pandemia. O rendimento médio<sup>1</sup> real dos trabalhadores também foi afetado pela pandemia, mas de maneira bem menos intensa, contribuindo para evitar perda ainda maior da massa de rendimentos do trabalho.

**Gráfico 1 – População ocupada, força de trabalho e rendimento médio**



Este boxe analisa a evolução recente do rendimento médio do trabalho, evidenciando que sua resiliência foi, em grande medida, afetada por variações na composição da população ocupada. O recuo na participação de grupos com rendimentos mais baixos e a elevação entre grupos com rendimentos maiores na população ocupada atenuaram a queda observada na série do rendimento médio real do trabalho.

Com o intuito de isolar o efeito da variação da composição da população ocupada sobre o rendimento médio, uma medida alternativa de rendimento médio foi calculada. A população ocupada<sup>2</sup> foi, inicialmente, dividida por setores<sup>3</sup>. Para cada um deles o número de ocupados e o rendimento médio foram computados e dessazonalizados. Posteriormente, a participação de cada setor foi mantida constante a partir do 4º trimestre de 2019<sup>4</sup>, último trimestre não afetado pela pandemia. Dessa forma, obteve-se um rendimento médio contrafactual, livre da influência da mudança da composição setorial.

A série de rendimento médio contrafactual mostra recuo substancialmente mais intenso na fase mais aguda da pandemia em 2020. Ademais, seu valor no segundo trimestre de 2021 é 2,8% inferior ao do rendimento médio original e 4,4% menor que o nível do quarto trimestre de 2019 (Gráfico 2). Logo, a variação de composição da população ocupada desempenhou papel relevante para amenizar a queda do rendimento médio.

- 1/ A medida de rendimento utilizada neste boxe foi a de rendimento médio efetivo de todos os trabalhos. Adicionalmente, em todo o texto, a expressão rendimento sempre se refere ao rendimento real (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA).
- 2/ A menos que explicitamente indicado, a partir deste ponto a expressão população ocupada refere-se ao subconjunto da população ocupada que recebe rendimento por seu trabalho.
- 3/ A população ocupada foi dividida em 34 setores: agropecuária; indústria extrativa; 13 setores da indústria de transformação; construção; serviços industriais de utilidade pública; e 17 setores de serviços. O procedimento foi repetido para outras classificações, combinando divisão por setores com outras aberturas, como será apresentado mais adiante.
- 4/ Para cálculo do rendimento médio contrafactual, fez-se com que a população ocupada de cada setor evoluísse de acordo com as variações do total da população ocupada a partir do 4º trimestre de 2019. O rendimento médio de cada setor não foi alterado.

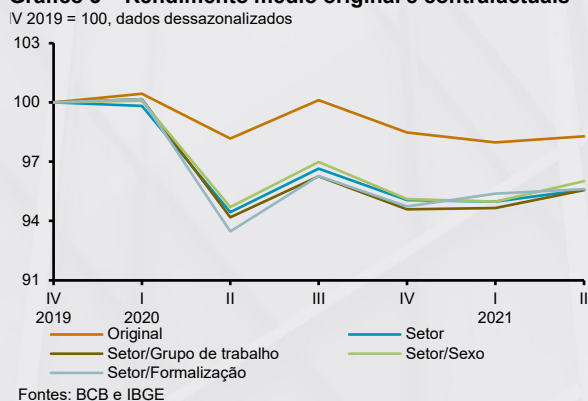
Contudo, ao longo dos dois últimos trimestres, o rendimento médio contrafactual cresceu 0,5% ante recuo de 0,2% do rendimento médio original, indicando que variações na composição da população ocupada começam a atuar em sentido contrário. Observa-se recuo do rendimento médio original, em linha com o retorno da atividade e da ocupação em setores com rendimentos mais baixos, mais afetados pelos efeitos econômicos da pandemia.

**Gráfico 2 – Rendimento médio original e contrafactual**



Apesar de expressivo, o efeito da variação da composição da população ocupada sobre o rendimento médio apresentado acima pode ter sido capturado de modo incompleto, já que variações de composição na população ocupada em subgrupos dentro de cada setor podem ter tido contribuição relevante para a evolução recente do rendimento médio. Para verificar esta possibilidade, a análise foi repetida dividindo-se a população ocupada ainda mais, combinando-se, sequencialmente, a abertura por setor com aberturas por grupos de trabalho, sexo e nível de formalidade<sup>5</sup>. Os rendimentos médios contrafactuais obtidos não diferiram significativamente daquele obtido pela primeira abordagem, sugerindo que a divisão setorial foi suficiente para capturar a maior parte do efeito da variação da composição sobre o rendimento médio.

**Gráfico 3 – Rendimento médio original e contrafactuais**



O efeito das variações de composição da população ocupada sobre o rendimento médio pode ser analisado em mais detalhes por meio da equação abaixo, que permite o cômputo da variação do rendimento médio total a partir das variações do rendimento médio de cada setor e das variações na composição da população ocupada. Nela,  $R$  representa o rendimento médio total,  $R_i$  o rendimento médio do grupo  $i$ ,  $f_i$  a participação da população ocupada do grupo  $i$  no total da população ocupada e  $n$  o número de grupos em que a população

5/ Grupos de trabalho: a PNAD Contínua classifica os trabalhadores em 11 grupos ocupacionais do trabalho principal, tais como "Diretores e gerentes", "Trabalhadores de apoio administrativo", "Operadores de instalação de máquinas e montadores", "Ocupações elementares" e "Ocupações mal definidas".

Sexo: Masculino ou feminino.

Nível de formalidade: Formal ou Informal. Neste boxe, trabalhadores formais abrangem os empregados com carteira (incluindo trabalhadores domésticos com carteira), os trabalhadores do setor público e os empregadores e trabalhadores por conta-própria com negócio registrado no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica. Os demais trabalhadores foram classificados como informais.

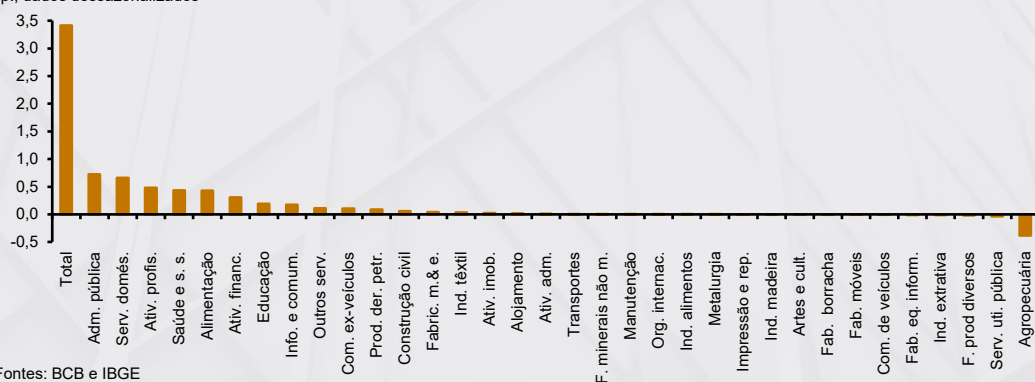
ocupada foi dividida. Os elementos do primeiro somatório representam as contribuições das variações de composição de cada grupo em que a população ocupada foi dividida para a variação do rendimento médio total (efeito composição), enquanto os elementos do segundo somatório quantificam as contribuições das variações do rendimento médio de cada grupo (efeito rendimento).

$$\frac{dR}{R} = \sum_{i=1}^n \left( \frac{R_i - R}{R} \right) df_i + \sum_{i=1}^n f_i \frac{R_i}{R} \frac{dR_i}{R_i}$$

O uso dessa equação para o período entre o quarto trimestre de 2019 e o quarto trimestre de 2020<sup>6</sup> mostra que para a maioria dos setores a variação de composição gerou aumento do rendimento médio. Por exemplo, a queda da participação em serviços domésticos e alimentação, setores com rendimento abaixo da média, e o aumento da participação em saúde e serviços sociais e em administração pública, defesa e seguridade social, setores com rendimentos mais elevados, produziram elevação do rendimento médio total. Em sentido oposto, a elevação da participação da agropecuária, setor com rendimento abaixo da média, produziu queda do rendimento médio total.

**Gráfico 4 – Efeito composição: IV 2019 ao IV 2020**

p.p., dados dessazonalizados

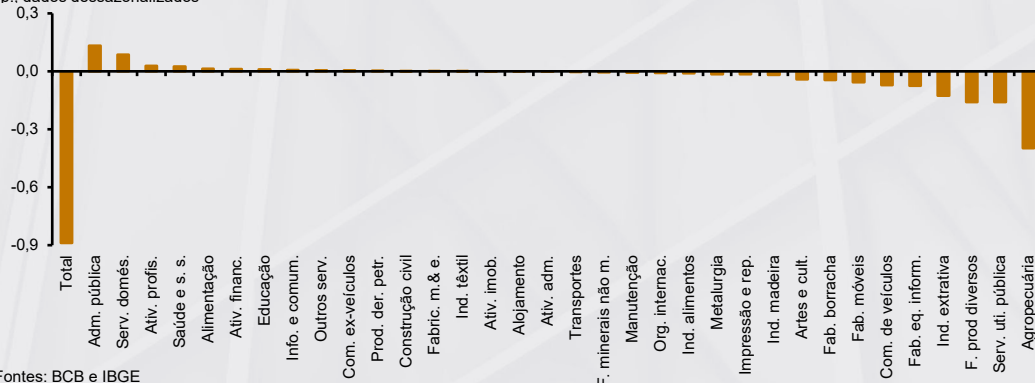


Fontes: BCB e IBGE

Mais recentemente, do quarto trimestre de 2020 ao segundo trimestre de 2021, observa-se reversão parcial deste fenômeno, em linha com a retomada da ocupação em setores mais afetados pela pandemia.

**Gráfico 5 – Efeito composição: IV 2020 ao II 2021**

p.p., dados dessazonalizados



Fontes: BCB e IBGE

Variações na composição da população ocupada contribuíram para atenuar a queda do rendimento médio na fase mais aguda da pandemia em 2020. Contudo, mais recentemente, observam-se sinais de reversão deste processo, com ganho de participação de grupos com rendimento mais baixo, que foram mais afetados pelas

6/ A equação é válida para variações ocorridas em períodos infinitesimais. Para variações ocorridas em períodos maiores sobra um resíduo, que se mostrou pequeno para o período considerado.



consequências da pandemia. Esse movimento deve ter continuidade ao longo dos próximos trimestres, à medida em que a composição dos bens e serviços produzidos na economia se aproxime da vigente no período pré-pandemia. Em ambiente de taxa de desocupação ainda elevada, esse efeito composição deve contribuir para conter o crescimento do rendimento médio, com reflexos sobre a evolução da massa de rendimentos do trabalho.

## Fluxo financeiro e impulso de crédito

Os programas e medidas emergenciais de crédito tiveram função primordial para manter o funcionamento do canal de crédito e auxiliaram diversas famílias e empresas a enfrentar os efeitos econômicos da pandemia da Covid-19. Uma parte das medidas permitiu a postergação de pagamentos das operações de crédito, promovendo alívio temporário para os devedores. Os efeitos dessas postergações, entretanto, não foram captados pelos dados de concessão, indicador tradicional de fluxo de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para o setor não financeiro. Este boxe analisa o fluxo de recursos entre o setor não financeiro e o SFN, a partir da definição de uma *proxy*<sup>1</sup> de pagamentos apurada com base na decomposição do saldo de crédito.

O saldo das operações de crédito varia em função das novas operações, das amortizações e de outros lançamentos. Conforme a fórmula abaixo<sup>2</sup>, pode-se dizer que o saldo ao final do mês  $t$  é formado pelo saldo do mês anterior, acrescido do valor das novas concessões, dos juros acruados no período e da atualização cambial dos contratos indexados à moeda estrangeira ( $f(\Delta C\grave{a}mbio_t)$ ), e deduzido dos pagamentos efetuados ( $Pgto_t$ ) e dos saldos baixados para prejuízo ( $bp_t$ )<sup>3</sup>.

$$\Delta Saldo_t = Concess\tilde{o}es_t + Juros_t + f(\Delta C\grave{a}mbio_t) - Pgto_t - bp_t$$

Reordenando os termos da equação anterior, evidenciam-se os pagamentos. Adicionalmente, extrai-se também o fluxo financeiro pela diferença entre as concessões e pagamentos. Esse fluxo é interpretado como o volume líquido de recursos transferido às famílias e às empresas pelo SFN<sup>4</sup>.

$$Pgto_t = Concess\tilde{o}es_t - \Delta Saldo_t + Juros_t + f(\Delta C\grave{a}mbio_t) - bp_t$$

$$Fluxo\ financeiro_t = Concess\tilde{o}es_t - Pgto_t$$

Com base nessa metodologia, observa-se um fluxo de recursos entre o SFN e os tomadores de crédito usualmente negativo, tendo em vista a remuneração dos serviços financeiros. A série de fluxo financeiro apurada a partir de janeiro de 2012 mostrou aumento do fluxo de recursos em direção ao SFN de 2014 a 2016, durante o ciclo recessivo da economia e em meio a um processo de desalavancagem (Gráfico 1), com retração nos valores de concessões e de pagamentos (Gráfico 2). A partir de 2017, com a flexibilização da política monetária e a recuperação da atividade econômica, observa-se mudança da tendência, com a redução

1/ As variáveis apresentadas neste boxe não são novas estatísticas de crédito, ou seja, informações construídas a partir de dados fornecidos diretamente pelas instituições financeiras. Tais variáveis são indicadores obtidos indiretamente a partir de informações de diferentes fontes e de hipóteses simplificadoras e foram construídas para o estudo em questão. Não há intenção de calcular essas séries de forma recorrente ou sistemática.

2/ Os dados das concessões e do estoque de crédito são atualizados pelas Estatísticas Monetárias e de Crédito; o saldo em moeda estrangeira, necessário para cálculo da atualização cambial, bem como os saldos baixados para prejuízos e informações para cálculo dos juros acruados são extraídos do Sistema de Informações de Crédito (SCR).

3/ A equação abaixo deve ser vista como uma aproximação válida na ausência de erros de medida em todas as variáveis.

4/ Não são considerados os recursos que o SFN transfere às famílias pela remuneração de seus ativos, mas apenas os recursos relacionados às operações de crédito.

do fluxo de recursos para o SFN. No início da pandemia, com a necessidade de financiamentos das empresas e os novos programas de crédito, o SFN fez aporte de recursos ao setor não financeiro ampliando as concessões e postergando pagamentos dos devedores, tornando o fluxo de recursos significativamente positivo<sup>5</sup>. Nesse contexto, as concessões se recuperaram paulatinamente, enquanto os pagamentos permaneceram em nível contraído<sup>6</sup>.

**Gráfico 1 – Fluxo financeiro**

Dados dessazonalizados

MM3M, R\$ bilhões do último mês



**Gráfico 2 – Concessões e pagamentos**

Dados dessazonalizados

R\$ bilhões do último mês



No segmento de pessoas físicas é possível observar características próprias da carteira e movimentos conjunturais. No crédito livre (Gráfico 3), a diferença entre os níveis de concessões e pagamentos reflete o valor maior de taxa de juros observado nessas operações. Durante a retração da economia em 2015 e 2016, essa diferença se ampliou, com o aumento da percepção de risco materializada no *spread* bancário. Posteriormente, o fluxo financeiro para o SFN diminuiu, com o fim da recessão e a mudança no ciclo da política monetária. No início da pandemia, houve expressiva contração de concessões, com redução principalmente nas operações de cartão de crédito à vista e financiamentos de veículos, sugerindo a formação de poupança circunstancial e precaucional por parte das famílias.<sup>7</sup> Nos últimos meses, tanto concessões quanto pagamentos já retornaram ao nível pré-pandemia. No crédito direcionado (Gráfico 5), é possível observar o ciclo de expansão do crédito imobiliário<sup>8</sup> entre 2011-2014, quando o volume de concessões foi significativamente maior do que o de pagamentos. Com a recessão de 2015-2016, houve desaceleração nas vendas de imóveis e nos financiamentos imobiliários. O mercado só mudou no segundo semestre de 2020, quando a queda na taxa básica de juros para o menor patamar da série impulsionou a contratação de novas operações. Pelo lado dos pagamentos, as postergações de parte das parcelas diminuíram momentaneamente o volume de amortizações observado no primeiro ano da pandemia.

As séries de concessões e pagamentos do crédito às pessoas jurídicas mostram que, no segmento livre (Gráfico 4), a desaceleração ocorreu a partir de 2013. Diante da pandemia, as empresas demandaram grande volume de crédito em março de 2020 – em especial nas modalidades relacionadas às exportações, no desconto de recebíveis e em capital de giro de curto prazo – assim como renegociaram parte dos contratos existentes, o que atenuou os pagamentos. As séries do crédito direcionado (Gráfico 6) mostram concessões e pagamentos

5/ O boxe “[Panorama do mercado de crédito](#)” do Relatório de Inflação de junho de 2020 analisa a evolução das novas operações de crédito no momento mais agudo da crise em 2020. O [Relatório de Economia Bancária de 2020](#) também discute o mercado de crédito durante o ano passado. Já o Relatório de Estabilidade Financeira de outubro de 2020 discute iniciativas tomadas na seção “[Atuação do BCB para assegurar a estabilidade financeira na crise sanitária](#)”. Por fim, o Relatório Integrado do Banco Central de 2020 também contém seção que traz mais informações sobre as medidas adotadas na seção “[Medidas de Combate aos Efeitos da Covid-19](#)”.

6/ É importante ressaltar que o comportamento similar das séries agregadas de concessões e pagamentos na maior parte da amostra tem forte contribuição dos gastos com cartão de crédito à vista, por se tratar de modalidade de crédito em que os gastos (concessões) e pagamentos são expressivos e ocorrem em curto período de tempo.

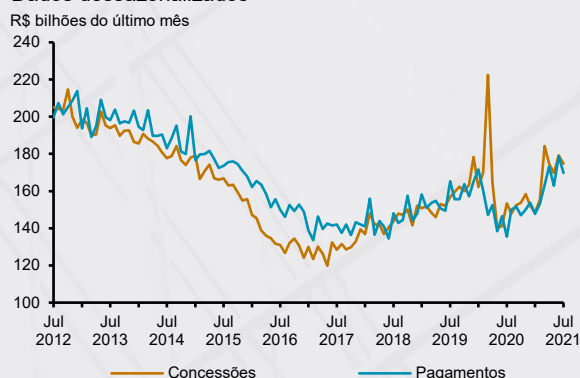
7/ Essa hipótese foi explorada no boxe “[Efeitos circunstancial e precaucional na redução do gasto durante a pandemia](#)”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2020.

8/ O crédito imobiliário é a principal linha de crédito do segmento direcionado a pessoas físicas, representando 70% do saldo da carteira em julho de 2021.

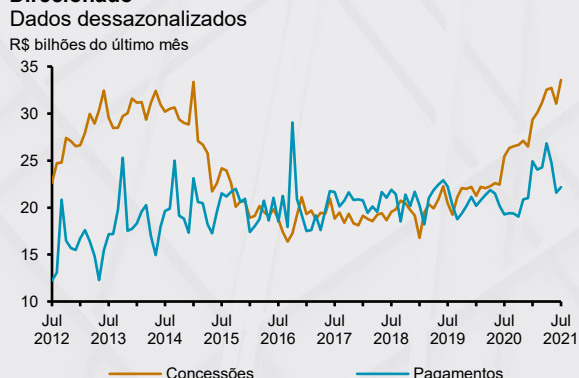
**Gráfico 3 – Concessões e pagamentos – PF Livre**  
Dados dessazonalizados



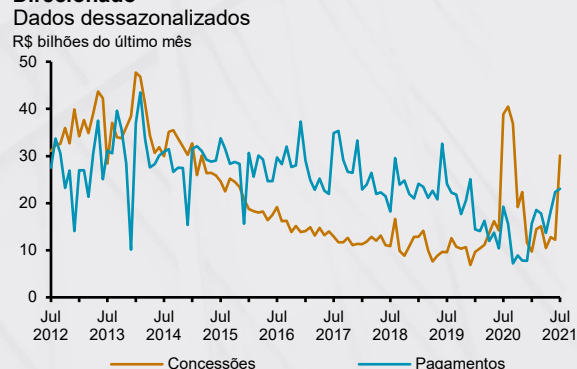
**Gráfico 4 – Concessões e pagamentos – PJ Livre**  
Dados dessazonalizados



**Gráfico 5 – Concessões e pagamentos – PF Direcionado**  
Dados dessazonalizados



**Gráfico 6 – Concessões e pagamentos – PJ Direcionado**  
Dados dessazonalizados



mais elevados entre 2012 e 2014. Mas, enquanto as concessões desaceleraram durante a recessão, os pagamentos permaneceram elevados, indicando que as empresas reduziram seu endividamento junto ao SFN<sup>9</sup>. Na pandemia, o volume de novos financiamentos cresceu no segundo semestre de 2020, impulsionado pelos programas emergenciais de crédito a micro, pequenas e médias empresas, e os pagamentos diminuíram, com as medidas de postergação das prestações.

Para continuar a análise, define-se o impulso de crédito como a variação do fluxo financeiro.<sup>10</sup> Como o fluxo financeiro resume o comportamento das obrigações assumidas pelos demais setores da economia junto ao SFN, o impulso de crédito indica se há maior ou menor disponibilidade de recursos para os agentes não financeiros em relação ao período anterior.

$$\text{Impulso de Crédito}_t \equiv \Delta \text{Fluxo Financeiro}_t$$

De forma análoga ao exercício anterior, o crescimento do impulso de crédito em 2020 mostra que parcela crescente de recursos líquidos do SFN foi destinada ao setor não financeiro durante a pandemia. Tanto o crescimento das concessões quanto a redução dos pagamentos contribuem para o impulso positivo em 12 meses (Gráfico 7).<sup>11</sup>

9/ Esse movimento é compatível com a análise feita no box “[Liquidações antecipadas de operações de crédito no Sistema Financeiro Nacional](#)”, publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2018.

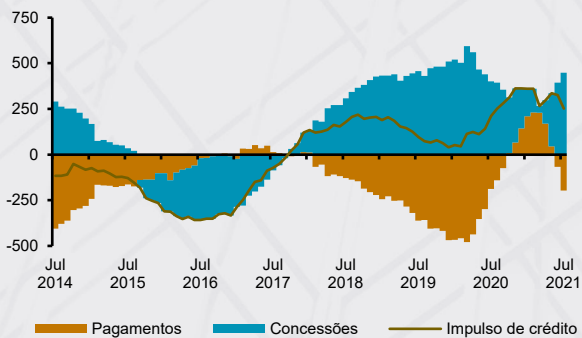
10/ Este indicador foi originalmente apresentado por *Biggs et al.* (2009) como a segunda diferença do estoque de crédito normalizada pelo PIB. O indicador apresentado no box diferencia-se por excluir da variação do saldo os efeitos não decorrentes dos fluxos de concessão e pagamento, ou seja, juros, variação cambial e baixas para prejuízo.

11/ Nos gráficos apresentados neste box, a expressão “Impulso de Crédito em X meses” se refere à diferença do fluxo financeiro acumulado nos X meses até o mês t, representada pela conta  $\sum_{j=t-X+1}^t \text{Fluxo Financeiro}_j - \sum_{j=t-2X+1}^{t-X} \text{Fluxo Financeiro}_j$ .



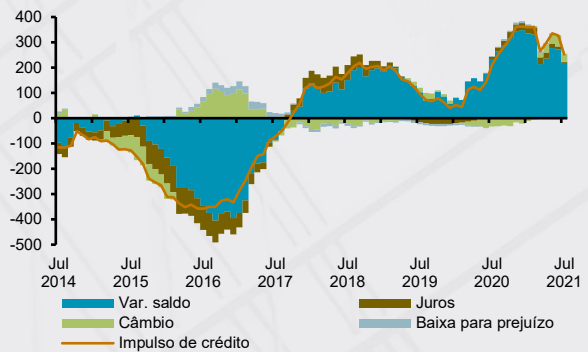
**Gráfico 7 – Decomposição do impulso de crédito em 12 meses**

R\$ bilhões do último mês



**Gráfico 8 – Decomposição do impulso de crédito em 12 meses**

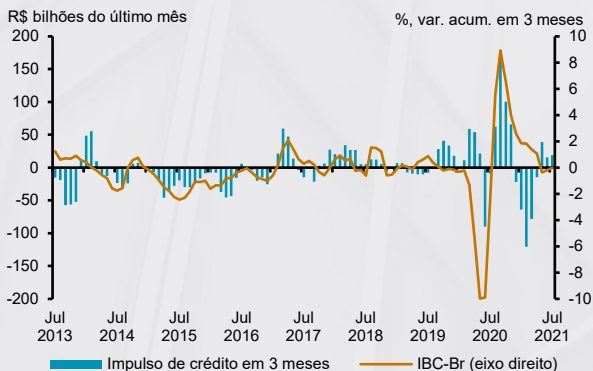
R\$ bilhões do último mês



Ao decompor o impulso de crédito na variação do saldo de crédito, juros, câmbio e prejuízo, é possível identificar como essas variáveis impactam a sua evolução em determinados momentos do ciclo econômico. Embora a maior parte da variação do impulso seja explicada pela segunda diferença do saldo, as alterações nos demais componentes podem ser relevantes em momentos específicos (Gráfico 8). De 2014 a 2016, o aumento das taxas de juros contribuiu para uma queda mais forte do impulso. A valorização do real, em 2016 e início de 2017, reduziu o valor dos contratos indexados em moeda estrangeira, facilitando o processo de desalavancagem. Esses exemplos mostram que a variação do saldo pode, por vezes, subestimar ou superestimar o impacto do crédito na liquidez do setor não financeiro, sendo o fluxo financeiro e o impulso de crédito, da maneira construída aqui, medidas mais apropriadas para esse objetivo.

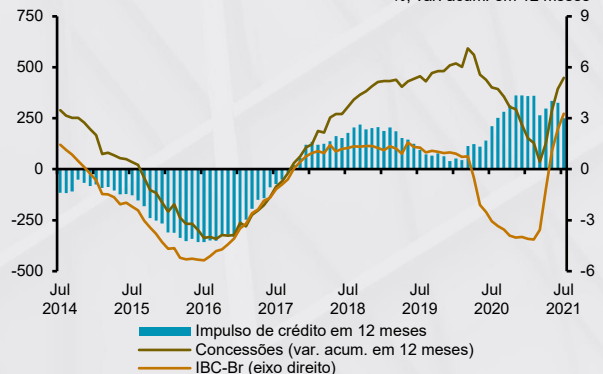
No tocante à relação entre crédito e atividade econômica<sup>12</sup>, observa-se que, na frequência trimestral, o impulso de crédito dessazonalizado e deflacionado pelo IPCA acompanha as oscilações da atividade econômica, medida pelo IBC-Br. Todavia, a correlação entre as variáveis não é tão expressiva (Gráfico 9).

**Gráfico 9 – Impulso de crédito vs. IBC-Br**  
Dados dessazonalizados



**Gráfico 10 – Impulso de crédito vs. IBC-Br**

R\$ bilhões do último mês



Com dados em frequência mais baixa, usando indicadores acumulados em 12 meses deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), tanto as concessões quanto o impulso de crédito apresentaram boa aderência com o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) durante o recuo da atividade observado em 2015 e 2016 (Gráfico 10). A partir de 2018 até a pandemia, entretanto, a recuperação econômica ocorreu de forma tímida, em linha com o indicador de impulso de crédito e contrastando com a evolução das concessões, que apresentaram crescimento expressivo. De março de 2020 até o fim desse mesmo ano, a história contada pelo indicador de concessões não parece dimensionar adequadamente a importância das medidas creditícias adotadas para enfrentamento da pandemia.

12/ Sob o ponto de vista de previsão de indicadores, testes de causalidade de Granger costumam apontar, para o Brasil, que os indicadores de atividade ajudam a prever os de crédito mais do que o contrário. Embora isso não seja diferente com o impulso de crédito, as correlações observadas envolvendo esse indicador ainda podem contribuir para a análise da conjuntura econômica.

Portanto, o impulso de crédito demonstrou aderência com a atividade semelhante às concessões na fase de contração do ciclo econômico de 2014 a 2016 e superior durante o período de recuperação, ao menos até fevereiro de 2020. Essa correlação positiva provavelmente reflete canais de causalidade tanto do crédito para a atividade econômica como no sentido oposto. A partir de março ocorreu uma mudança brusca de patamar do impulso de crédito, justamente em momento de contração da atividade econômica, caracterizando uma correlação negativa entre as variáveis. Em um primeiro momento esse fato pode ter sido um reflexo da considerável ação dos agentes econômicos sem restrições relevantes de acesso a crédito, em particular empresas de maior porte, que buscaram fontes de financiamento por motivos precaucionais diante da elevada incerteza trazida pela pandemia.<sup>13</sup> A partir de julho, os programas de crédito emergenciais, política de crédito de caráter fortemente anticíclico, contribuíram para o aumento do impulso do crédito e, conseqüentemente, para o funcionamento do canal de causalidade no sentido do crédito em direção à atividade econômica. Esse movimento desde março de 2020 contrasta com o verificado na crise anterior, quando houve um comportamento pró-cíclico das variáveis de crédito.

## Referências

Biggs, M., Mayer, T., & Pick, A. (2009). *Credit and economic recovery* (Vol. 218). DNB Working Paper.

---

13/ Ver o boxe "Panorama do mercado de crédito" do Relatório de Inflação de junho de 2020 e o Relatório de Economia Bancária de 2020.

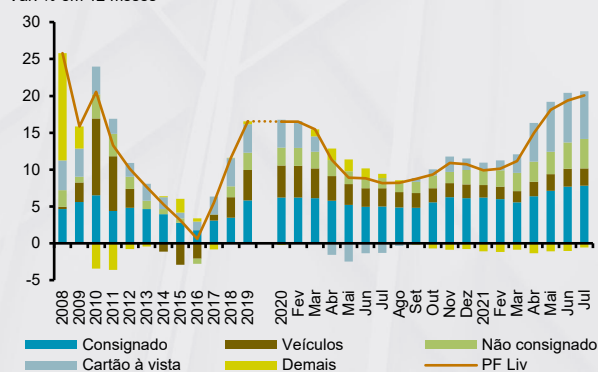
## Projeções para a evolução do crédito em 2021 e 2022

Este boxe apresenta as projeções de crescimento do saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) para 2021 e 2022 (Tabela 1). As novas projeções incorporam as informações de crédito divulgadas desde o último Relatório de Inflação, assim como a evolução recente da conjuntura econômica.

Os dados do mercado de crédito bancário divulgados desde o último Relatório mostraram desempenho acima do esperado nos segmentos para pessoas físicas (PF) e em linha com o esperado para pessoas jurídicas (PJ). No segmento de crédito livre às famílias destacam-se as trajetórias do cartão de crédito à vista e do crédito pessoal não consignado. No crédito direcionado, os financiamentos imobiliários continuaram impulsionando o crescimento do saldo para as famílias, porém a perspectiva de juros mais elevados sugere arrefecimento dessa modalidade nos próximos meses, com maior impacto em 2022. O crédito rural, por sua vez, segue surpreendendo positivamente, em linha com os preços elevados das *commodities* e a ampliação dos recursos no Plano Safra 2021/2022. O ritmo de expansão do crédito para as empresas continua diminuindo. Em sua composição, há ganho de participação das linhas de desconto de recebíveis, de prazo mais curto, em detrimento do capital de giro. Apesar da nova rodada do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) iniciada em julho, a tendência esperada para o saldo de crédito PJ direcionado também é de progressiva desaceleração.

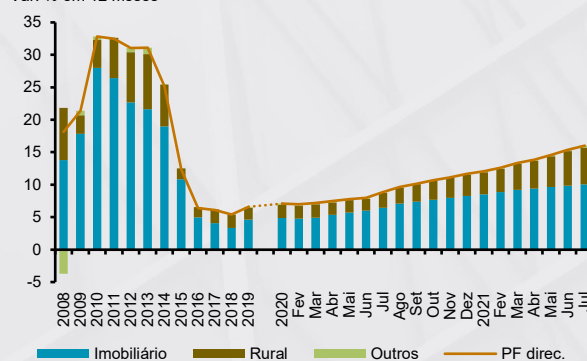
**Gráfico 1 – Crédito livre a pessoas físicas**

Var. % em 12 meses



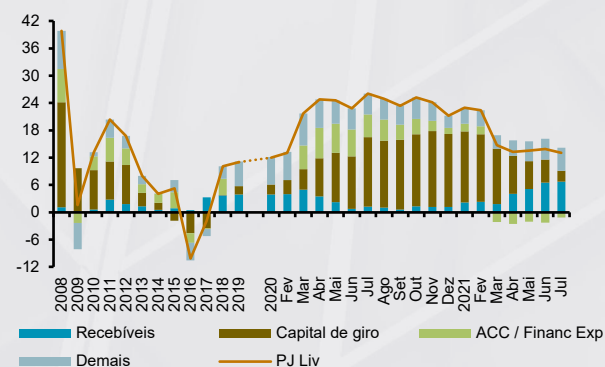
**Gráfico 2 – Crédito direcionado a pessoas físicas**

Var. % em 12 meses



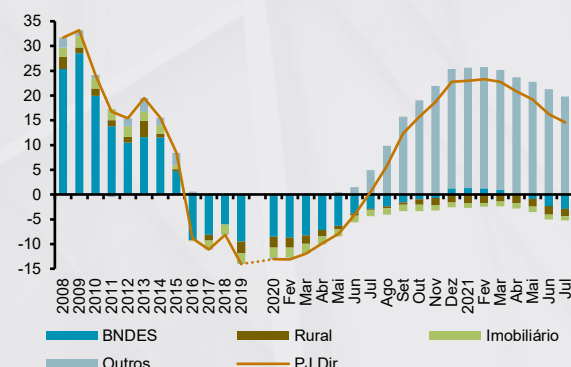
**Gráfico 3 – Crédito livre a pessoas jurídicas**

Var. % em 12 meses



**Gráfico 4 – Crédito direcionado a pessoas jurídicas**

Var. % em 12 meses



Neste contexto, a projeção de crescimento do saldo das operações de crédito do SFN em 2021 foi elevada de 11,1% para 12,6%. O aumento decorre de surpresas positivas nos últimos três meses nos saldos de pessoa

física, em linha com a recuperação da mobilidade e o avanço da vacinação. As modalidades de crédito PF com recursos livres tiveram a variação do saldo revisada de 14,0% para 18,0% e as com recursos direcionados de 13,0% para 14,0%. Nos financiamentos às empresas, as projeções do último Relatório foram mantidas.

**Tabela 1 – Saldo de crédito**

	Variação % em 12 meses					
	Ocorrido			Proj. 2021		Proj. 2022
	2019	2020	Jul 2021	Anterior	Atual	Atual
Total	6,5	15,6	16,2	11,1	12,6	8,5
Livres	14,0	15,4	16,7	13,5	15,7	11,1
PF	16,5	10,7	20,1	14,0	18,0	12,0
PJ	11,0	21,2	13,1	13,0	13,0	10,0
Direcionados	-2,4	15,9	15,5	7,7	8,3	4,8
PF	6,6	11,7	16,0	13,0	14,0	10,0
PJ	-14,0	22,8	14,6	0,0	0,0	-4,0
Total PF	11,9	11,2	18,2	13,5	16,2	11,1
Total PJ	-0,1	21,8	13,6	8,0	8,0	5,0

Para 2022, projeta-se crescimento de 8,5% do estoque de crédito, uma desaceleração que se aplica tanto a pessoas físicas (11,1%) como jurídicas (5,0%). Essa menor taxa de expansão do crédito nominal decorre do menor ritmo de crescimento esperado da atividade econômica e do ciclo atual de aperto monetário. O crescimento relativamente mais elevado para as famílias reflete a perspectiva de gradual melhora no mercado de trabalho. Por outro lado, a elevação em curso das taxas de juros contribui particularmente para a atenuação do crescimento das novas contratações de crédito imobiliário. No segmento PJ, as empresas de maior porte devem continuar a buscar fontes de financiamento alternativas ao crédito bancário doméstico, como captações no exterior e emissões de títulos de dívida, que tiveram aumento relevante nos últimos meses. Esse movimento contribui para arrefecer a demanda por crédito bancário PJ. Adicionalmente, a menor expansão do crédito esperada também decorre de um processo de normalização da alavancagem das empresas, em especial daquelas que aumentaram seus financiamentos nos momentos mais críticos da crise sanitária em 2020 e 2021 por motivos precaucionais. No crédito direcionado, a amortização gradual dos programas emergenciais de crédito deve contribuir para essa desaceleração, ainda que desembolsos do Pronampe em 2022 possam ser próximos aos esperados para o ano corrente.

Em conjunto, as projeções de crescimento do estoque total de crédito para 2021 e 2022 indicam gradual desaceleração em comparação a 2020 e trajetória mais equilibrada de endividamento das empresas. As projeções levam em consideração um cenário de retomada da economia, em contexto de avanço da vacinação, com o mercado de crédito retomando maior alinhamento com a atividade econômica.



## Projeções para as contas externas de 2021 e 2022

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões				
	2020	2021 <sup>1</sup>		2022	
	Ano	Jan - Jul	RI <sup>1</sup> Jun - Ano	Atual Ano	Ano <sup>1</sup>
Transações correntes	-26	-8	3	-21	-14
Balança comercial	32	26	70	43	60
Exportações	211	164	280	282	289
Importações	178	137	210	239	229
Serviços	-21	-9	-19	-17	-26
dos quais: viagens	-2	-1	-3	-2	-7
dos quais: aluguel de equip.	-12	-4	-8	-7	-8
Renda primária	-40	-27	-51	-49	-51
dos quais: juros	-21	-15	-23	-23	-24
dos quais: lucros e dividendos	-18	-13	-28	-27	-27
Investim. passivos	21	63	90	89	83
IDP	45	32	60	55	60
Inv. Carteira	-3	21	21	21	23
Outros inv. passivos <sup>2</sup>	-21	11	9	13	0

1/ Projeção.

2/ Inclui empréstimos, créditos comerciais, depósitos e outros investimentos.

que afetam o balanço de pagamentos. Em especial, destacam-se as importações fictas no âmbito do Repetro, que continuaram sendo observadas mesmo após o fim do prazo de migração para a modalidade Sistema Público de Escrituração Digital (Sped) (encerrado em dez/2020)<sup>1</sup>. O desembaraço tardio dessas operações ensejou revisão nas projeções das importações. As compras crescentes de criptoativos<sup>2</sup>, outro item fora do cômputo da Secex/ME, também contribuíram para o aumento da projeção das importações.

Nas exportações, manteve-se a previsão de valor recorde, refletindo o patamar elevado dos preços das *commodities* no ano, apesar de alguma retração mais recentemente, em especial do minério de ferro. Houve ainda melhora no cenário para as vendas internacionais de produtos manufaturados, que devem terminar o ano em patamar semelhante ao de 2019. As exportações de semimanufaturados no primeiro semestre sinalizam resultados positivos para o final de 2021, com os preços dos produtos de ferro e aço mantendo níveis elevados.

Na conta de serviços, houve ligeira redução na projeção do *deficit*, resultado de retorno mais lento que o antecipado das viagens internacionais e menores despesas com aluguel de equipamentos no setor de petróleo, consequência, em parte, da nacionalização de plataformas de petróleo no âmbito do Repetro. Na renda primária, houve pequeno ajuste na conta de lucros e dividendos pela incorporação dos dados divulgados desde o último Relatório.

O resultado esperado para as transações correntes de 2021 passou de *superavit* de US\$3 bilhões no Relatório de Inflação anterior para *deficit* de US\$21 bilhões (1,3% do PIB). A revisão reflete em grande medida a expectativa de menor saldo da balança comercial, com aumento das importações.

O aumento de preço de bens intermediários, em parte relacionado aos impactos globais da pandemia, aliado à rápida recuperação nas compras internacionais da indústria brasileira, foi fator determinante para o aumento na projeção das importações. Adicionalmente, houve aumento expressivo da importação de combustíveis nos últimos meses, simultaneamente à elevação dos preços internacionais desses produtos. No atual cenário de escassez hídrica, espera-se que essa demanda continue elevada até o fim de 2021.

Ainda com relação às importações, vêm ganhando relevância algumas operações não computadas nas estatísticas alfandegárias da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) do Ministério da Economia (ME), mas

1/ 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. Mais informações sobre o regime <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/servicos/aduana/repetro-sped>.

2/ Criptoativos não são considerados ativos financeiros, porque não têm contraparte devedora, nem são considerados moeda. São classificados como ativos não financeiros, por isso são considerados no âmbito da balança comercial. Mais informações: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2019/pdf/Clarification0422.pdf>.

A projeção para investimentos diretos no país foi reduzida para US\$55 bilhões (3,4% do PIB). Apesar da recuperação no componente participação de capital ocorrer em linha com o previsto, a desaceleração das operações intercompanhia tem sido mais rápida do que previamente esperado. Para os investimentos em carteira, manteve-se a projeção para o ano, que deve registrar entradas líquidas pela primeira vez desde 2015. A elevação do diferencial de juros entre o Brasil e economias avançadas aumenta a atratividade dos instrumentos de dívida locais, fazendo com que as compras por estrangeiros de títulos emitidos no país sejam determinantes para os fluxos de entrada em carteira. Por outro lado, as entradas líquidas em ações e fundos têm diminuído nos últimos meses, possivelmente impactadas pelas incertezas relacionadas à crise hídrica e ao cenário fiscal.

## Projeção para 2022

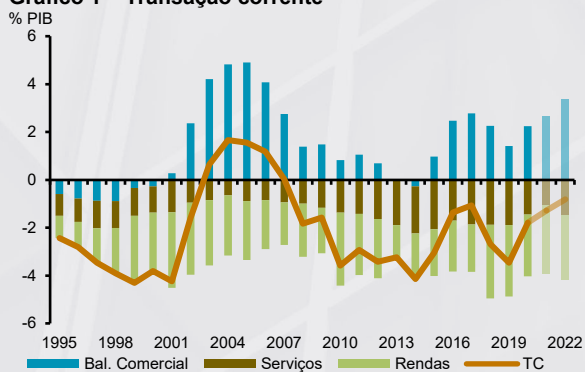
Estima-se redução no *deficit* em transações correntes em 2022 na comparação com esse ano, principalmente pelo maior saldo comercial. O resultado mais positivo na exportação reflete, em especial, o aumento do valor exportado de produtos básicos, que deve seguir a alta esperada para a produção doméstica desses produtos. A projeção considera que os preços internacionais das principais *commodities* exportadas pelo país continuarão em patamar elevado, à exceção do minério de ferro, em linha com o sinalizado pelos preços futuros na data de corte deste Relatório. O recuo nas importações está diretamente relacionado à expectativa de que, diferentemente de 2021, não haja valores expressivos de operações fictas no âmbito do Repetro em 2022. Desconsideradas essas operações fictas, as importações aumentariam entre 2021 e 2022, com aumento no volume importado em linha com o crescimento da atividade doméstica.

Na conta de serviços, o *deficit* deve refletir a retirada gradual das restrições às viagens internacionais, com impacto nas contas de viagens e transporte de passageiros – que ainda devem apresentar, na média do ano, patamar inferior ao pré-pandemia. Na conta de renda primária, espera-se resultado semelhante ao de 2021, com despesas com juros ligeiramente maiores, resultado do aumento do custo de financiamento e condições financeiras mais restritivas no Brasil e nos principais países desenvolvidos.

Nos passivos, espera-se aumento do investimento direto no país na comparação com o ano anterior, de forma a manter estável a proporção Investimentos Diretos no País (IDP)/ Produto Interno Bruto (PIB) estimada para 2021 (3,4%). A evolução da pauta de privatizações e concessões pode contribuir para os fluxos de participação no capital, que devem ganhar importância no total do IDP. Para os investimentos em carteira, o diferencial de juros deve continuar sendo o principal fator de atração de capital para os títulos no país, ainda que mitigado à medida que decorre o processo de normalização monetária nas economias avançadas.

De forma geral, a atualização das projeções continua refletindo cenário favorável das contas externas. O *deficit* em conta corrente deve se manter em patamar baixo, refletindo o saldo comercial ainda significativo e o patamar contido dos *deficits* em serviços e rendas, e a economia brasileira continua atraindo investimentos diretos em volumes relevantes.

**Gráfico 1 – Transação corrente**



Dados de 2021 e 2022 referem-se à projeção atualizada.

**Gráfico 2 – Investimentos passivos**



Dados de 2021 e 2022 referem-se à projeção atualizada.

## Repasse de custos na indústria de transformação e do produtor para o consumidor

A pressão sobre os preços de bens industriais ao consumidor tem se revelado persistente. Para avaliar em que medida essa persistência está associada a movimentos de custos, este box atualiza dois boxes anteriores: “Dinâmica Recente do IPA e relação com o IPCA”, publicado em setembro de 2020, e “Repasse de custos na indústria da transformação”, publicado no Relatório de Inflação (RI) de março de 2021.

Em resumo, esta atualização mostra que a persistência da alta dos preços dos produtos industriais ao consumidor está ligada à continuidade da elevação expressiva dos preços na fábrica, que por sua vez refletem forte repasse de custos de insumos.

### Repasse de preços do produtor para o consumidor

A comparação direta entre o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é prejudicada pelas diferenças relevantes de composição das cestas de produtos dos dois índices. Para proceder com comparações de produtos mais similares, constrói-se primeiramente uma correspondência entre componentes do IPA e do IPCA, para só então comparar as agregações relevantes. Detalhes sobre o exercício podem ser obtidos no box original de setembro de 2020.

O IPCA e o IPA correspondentes mostram descolamento grande e persistente, no sentido de que a variação de preços ao consumidor é menor do que seria predita considerando a relação observada na série histórica (Gráfico 1). Quando o estudo original foi publicado, usando dados até agosto de 2020, esse descolamento se manifestava de forma menos intensa. Além disso, apesar de já existir algum distanciamento inicial entre os preços industriais no IPA e no IPCA, a maior discrepância nos meses finais daquela amostra vinha dos preços administrados, em particular combustíveis. Tal discrepância estava associada a um coeficiente de repasse inferior a um e tinha ocorrido na direção oposta nos meses anteriores.

Agora, com um ano a mais de dados na amostra, a análise da desagregação em termos de alimentos, bens industriais e preços administrados (Gráficos 2, 3 e 4) revela que o maior e mais persistente descolamento tem ocorrido para preços dos bens industriais.<sup>1</sup> Essa evidência aparece não somente nas séries de tempo do IPA e do IPCA correspondentes para o segmento industrial (Gráfico 3), mas também na correlação entre as duas séries (Gráfico 7). Mesmo levando em conta que o coeficiente de correlação linear simples entre as duas variáveis é menor que um<sup>2</sup> (obtido na amostra com dados até fevereiro de 2020), observa-se descolamento: os pontos laranja (a partir de março de 2020) se concentram abaixo da reta de regressão.

Pode-se argumentar que o substancial descolamento observado seria um fator adicional a pressionar preços de bens industriais nos próximos meses, na medida em que o repasse não teria ainda ocorrido como esperado. Contudo o melhor ajuste entre essas variáveis é contemporâneo<sup>3</sup>.

1/ Comparação feita relativizando as diferenças pelas respectivas escalas das séries. Em termos absolutos, discrepâncias maiores na ponta são observadas em alimentos e preços administrados.

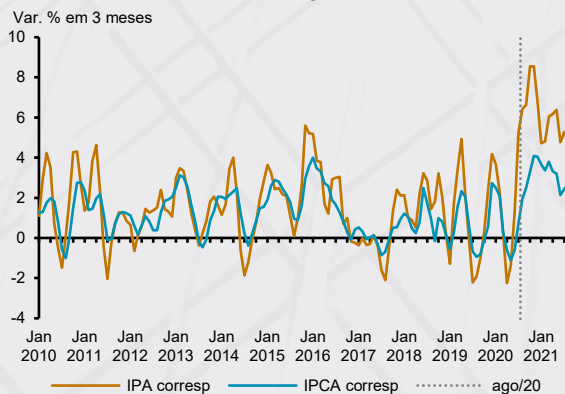
2/ A elasticidade de repasse é inferior a 1, entre outros motivos, porque o custo do produto adquirido do produtor é uma fração do preço do produto final.

3/ Consequência direta do método de construção das variáveis, apresentado no box original.

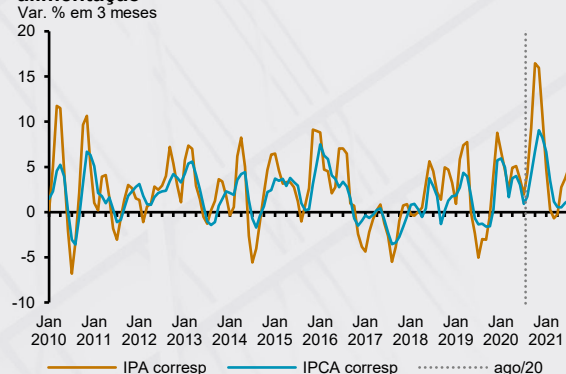


Nesse sentido, parece mais provável que o descolamento reflita outros fatores que não a defasagem de repasse.<sup>4</sup> Ao final do boxe original, conjecturava-se que o elevado grau de ociosidade da economia poderia contribuir para um repasse menor que o usual. Desde então o hiato do produto tem se mantido negativo, apoiando essa hipótese.

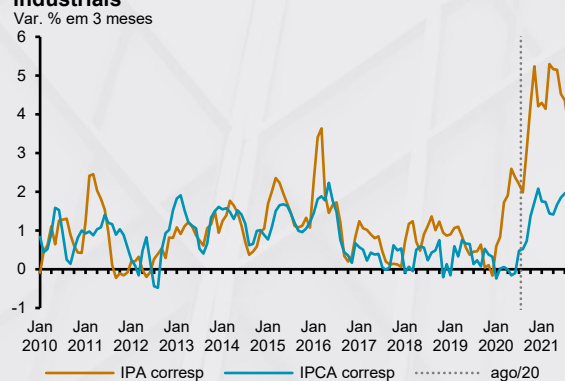
**Gráfico 1 – IPCA e IPA correspondentes**



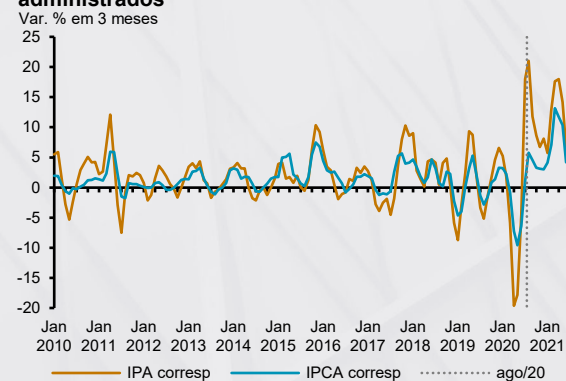
**Gráfico 2 – IPCA e IPA correspondentes – alimentação**



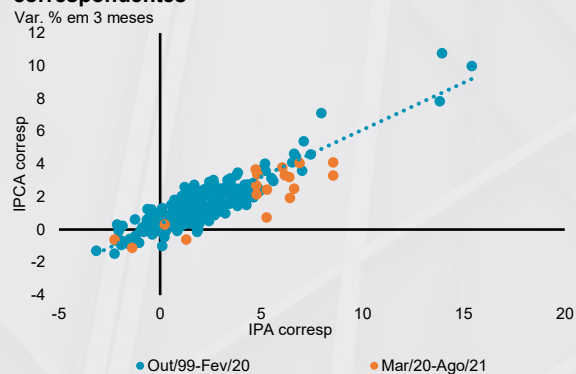
**Gráfico 3 – IPCA e IPA correspondentes – bens industriais**



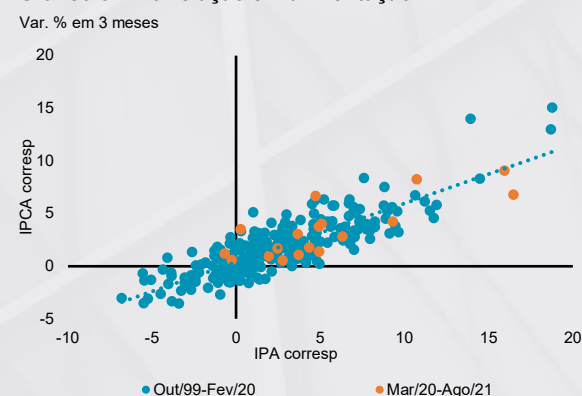
**Gráfico 4 – IPCA e IPA correspondentes – administrados**



**Gráfico 5 – Correlação entre IPCA e IPA correspondentes**



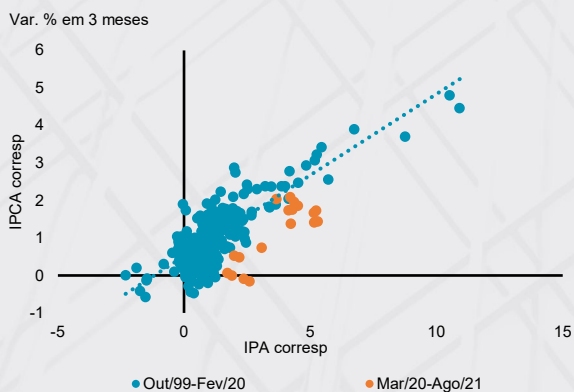
**Gráfico 6 – Correlação em alimentação**



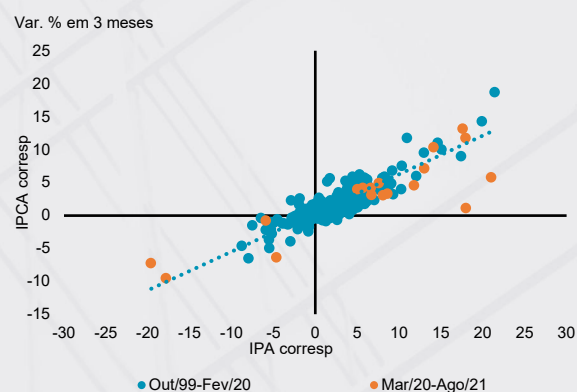
4/ Um deles é o fato de que o exercício não fornece uma correspondência perfeita de produtos no IPA e no IPCA.



**Gráfico 7 – Correlação em bens industriais**



**Gráfico 8 – Correlação em administrados**



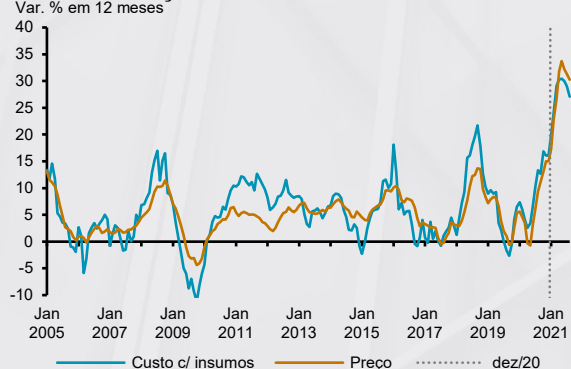
## Repasso de custos na indústria de transformação

O exercício da seção anterior trata do repasse de preços de um bem final, da porta da fábrica para o consumidor. Interessa também entender como se dão os repasses nos elos anteriores da cadeia, em especial considerando que houve no período recente marcante elevação nos preços de *commodities* e outros insumos industriais.

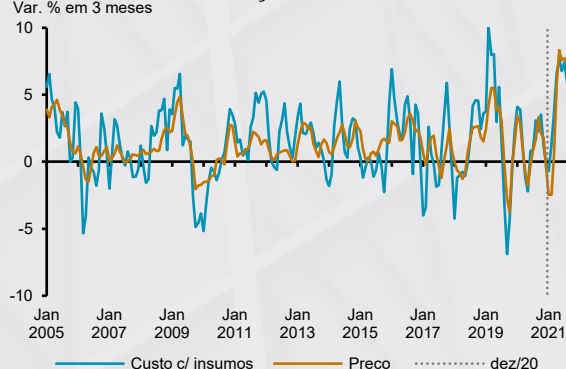
O exercício consiste na construção de *proxies* de custos com insumos na indústria de transformação, que são comparadas com os preços dos produtos industriais. Detalhes sobre a construção dos índices podem ser obtidos no box original de março de 2021.

Os custos com aquisição de insumos continuaram em alta expressiva desde dezembro de 2020, último valor disponível no estudo original (Gráficos 9 e 10). Os preços dos produtos industriais subiram de forma concomitante e em igual intensidade. É comum que o movimento das séries seja coincidente no tempo ou tenha defasagem curta, mas em geral os preços têm variações com amplitudes menores que as dos custos. Nesse sentido, pode-se argumentar que o repasse dos custos dos insumos para os preços pagos ao produtor industrial continuou se revelando mais forte que o usual.

**Gráfico 9 – Preço x custo com insumos na indústria de Transformação**  
Var. % em 12 meses



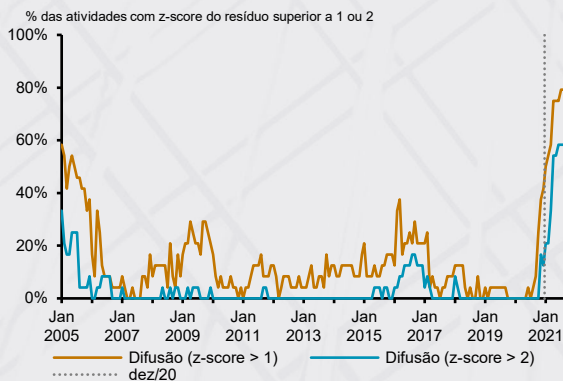
**Gráfico 10 – Preço x custo com insumos na indústria de Transformação**  
Var. % em 3 meses



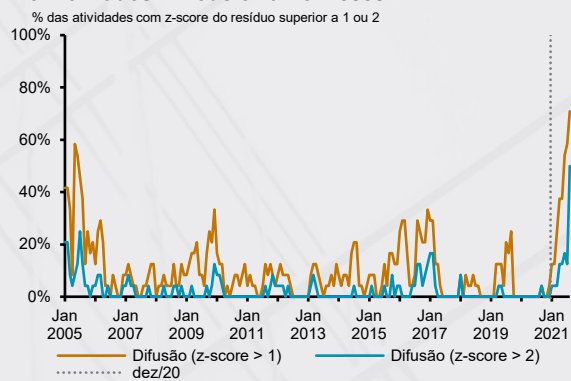
A intensidade maior que a habitual do repasse de custos com insumos para os preços se tornou ainda mais disseminada entre as atividades. Considerando variações interanuais (Gráfico 11), em agosto de 2021, 58% das atividades tiveram variação de preços que excedeu o valor esperado, dada a variação de custos, em 2 desvios-padrão. Considerando variações trimestrais (Gráfico 12), o percentual foi de 50% no mesmo mês.

O box original avaliou o tempo de repasse e concluiu que é tipicamente rápido. A conclusão do estudo foi a de que, “salvo novas altas nos preços de *commodities* e na taxa de câmbio, a pressão dos custos de insumos sobre os preços ao produtor de bens industriais tende a arrefecer nos próximos trimestres”. Entre dezembro e agosto houve aumento de 33,7% do Índice de *Commodities*– Brasil (IC-Br) (33,1% em dólares), o que contribuiu para que a pressão sobre os preços se mantivesse presente.

**Gráfico 11 – Índice de difusão dos resíduos normalizados – modelo var. 12 meses**



**Gráfico 12 – Índice de difusão dos resíduos normalizados – modelo var. 3 meses**



Porém, outros fatores podem ter influenciado os preços industriais, tanto ao produtor como ao consumidor, desde então. Dois deles são explorados em outros boxes neste relatório. Primeiramente, a escassez de matérias-primas se tornou um fator limitativo relevante para vários segmentos da indústria de transformação a partir do último trimestre de 2020<sup>5</sup>. Adicionalmente, a recuperação econômica em 2020 e 2021 foi mais forte que a esperada no final de 2020, como confirmam as projeções de crescimento da época e as atuais, e mais concentrada no setor de bens<sup>6</sup>. Os dois fenômenos – que não foram exclusivamente brasileiros, mas aconteceram em escala global – podem estar relacionados. A escassez de matérias-primas industriais não decorre somente de restrições de oferta causadas por medidas compulsórias de distanciamento social, mas também deriva de um redirecionamento do consumo de serviços para o de bens.

5/ Ver box “Evolução de Nuci, estoques e insumos na indústria de transformação”, neste Relatório de Inflação.

6/ Ver box “Consumo de bens e serviços”, neste Relatório de Inflação.

# Ancoragem das expectativas de inflação e condução da política monetária

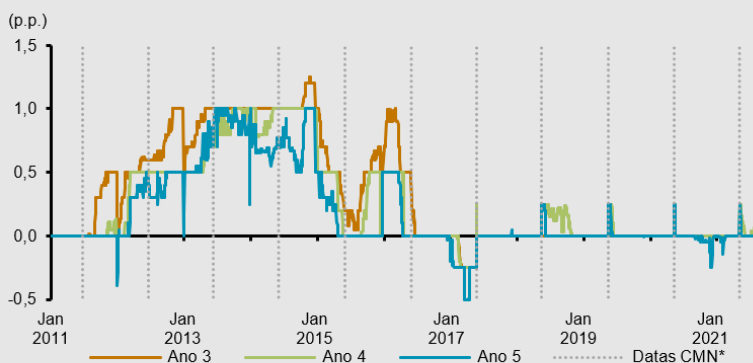
A inflação depende de diversos fatores, alguns mais relacionados à política monetária do que outros. Entre os mais dependentes estão as expectativas de inflação. Expectativas ancoradas, significando sua manutenção em torno da meta em qualquer cenário, inclusive após a ocorrência de choques relevantes, tornam menos custosa a ação do Banco Central no combate a pressões inflacionárias. Por esse motivo a ancoragem das expectativas é vista como elemento chave para a política monetária. Este boxe avalia a ancoragem das expectativas e os desvios das expectativas para horizonte próximo, e discute a condução da política monetária no contexto atual, marcado por uma sucessão de choques inflacionários.

## Ancoragem das expectativas para horizonte distante

Em geral a ancoragem das expectativas de inflação é analisada considerando expectativas para horizontes distantes.<sup>1</sup> Tomando como expectativa de inflação a mediana das projeções do Sistema de Expectativas de Mercado do Banco Central (origem dos dados do Relatório Focus) para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), nota-se que elas se encontram ancoradas na meta para os anos-calendário de 2023 e 2024. Para 2025 a meta não foi ainda determinada, mas os agentes projetam inflação de 3%, em linha com a meta de inflação para 2024.

Uma possível crítica ao uso do Focus para aferição de expectativas para horizontes distantes é a de que elas mudam pouco, não havendo garantia de que reflitam realmente mudança nas expectativas dos agentes quando as condições mudam. Dois fatos, contudo, refutam essa crítica. Primeiro, entre 2012 e 2016 as medianas das projeções do Focus para horizontes de 3 a 5 anos<sup>2</sup> descolaram-se de forma persistente da meta de inflação percebidas<sup>3</sup> (Gráfico 1). Segundo, a mediana das projeções de inflação para horizontes mais longos tem sido revista para baixo a cada ano, sempre após a fixação, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de uma meta de inflação mais baixa que a última estabelecida.

**Gráfico 1 – Desvio das projeções em relação à meta percebida**



\* As linhas cinzas pontilhadas representam datas com divulgação da meta pelo CMN. Desvios temporários são observados porque as projeções não são imediatamente revistas.

- 1/ Ver, por exemplo, Ha, Jongrim, M. Ayhan Kose, and Franziska Ohnsorge. 2019. *Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers, and Policies*, capítulo 4, e as referências lá citadas.
- 2/ A contagem dos horizontes começa em 1, sendo este o primeiro ano para o qual se projeta o IPCA.
- 3/ A meta percebida é a definida pelo CMN, se a decisão for conhecida na data, ou a meta definida para o horizonte mais distante, caso contrário.



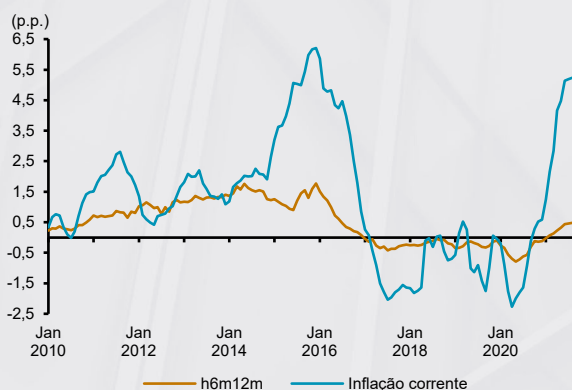
Portanto, o fato de que a mediana das projeções do Focus coincide com as metas de inflação para os horizontes distantes é sugestiva de que as expectativas se mantêm ancoradas, apesar da sucessão de choques que levaram neste ano a inflação para patamar elevado.

## Desvios das expectativas para horizonte próximo<sup>4</sup>

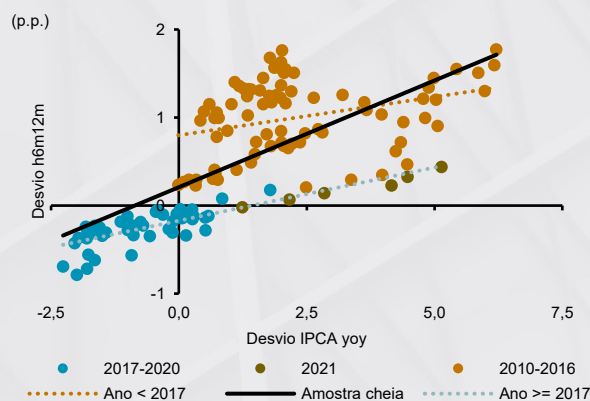
A vantagem de se olhar para um horizonte mais curto é permitir que o horizonte seja mais parecido com aquele para o qual o Comitê de Política Monetária (Copom) olha ao tomar decisões. As expectativas usadas para essa aferição são dadas pela mediana das projeções do Focus para a inflação acumulada em doze meses que se realizará dezoito meses à frente (h6m12m)<sup>5</sup>. Essa métrica tem as seguintes vantagens. Primeiro, trata-se de um horizonte fixo, em contraposição a um horizonte móvel que decorre de um evento fixo (ex: projeção para um dado ano-calendário, cujo horizonte se aproxima com o tempo).<sup>6</sup> Segundo, ao descartar os seis primeiros meses, a medida filtra a ocorrência de choques que sejam percebidos como de curta duração. Como desvantagem, trata-se de horizonte relativamente curto, potencialmente ainda sujeito a influência de choques. Contudo, a métrica h6m12m representa o horizonte fixo mais longo que se pode calcular usando dados do Sistema de Expectativa de Mercado, na maior parte da amostra disponível.<sup>7, 8</sup>

O Gráfico 2 mostra a série temporal da diferença entre a expectativa de inflação h6m12m e a meta de inflação correspondente.<sup>9</sup> Há considerável variação temporal: as expectativas se distanciaram continuamente da meta entre 2010 e 2014, e mantiveram-se distantes até o início de 2016. O descolamento chegou a 1,8 p.p., próximo do tamanho do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação então vigente. A partir de meados de 2016, as expectativas iniciaram processo de convergência para a meta e entre meados de 2017 e o início de 2021, mantiveram-se ligeira, mas sistematicamente, abaixo dela. O maior descolamento para baixo foi observado em agosto de 2020, -0,8 p.p., ainda sob a nítida influência dos efeitos desinflationários iniciais da pandemia e logo antes que diversos choques inflacionários se manifestassem. Desde então as expectativas subiram e, na ponta, estão 0,4 p.p. acima da meta correspondente.

**Gráfico 2 – Desvio do h6m12m e da inflação corrente**



**Gráfico 3 – Desvios h6m12m x inflação corrente**



- 4/ O uso da expressão “ancoragem das expectativas” é evitado para horizonte próximo porque eventuais desvios podem refletir também defasagens e rigidezes das respostas da economia a choques.
- 5/ Trata-se de uma taxa de inflação *forward*. A notação “6m12m” foi escolhida para que seja semelhante à usada no mercado para taxas *forward*. Significa “daqui a seis meses, doze meses de inflação”.
- 6/ A qualidade de uma projeção para evento fixo depende naturalmente do quão próximo se está do evento, tornando mais desafiadora a análise da evolução temporal das projeções para o evento. No caso de um evento móvel, a distância entre a data de projeção e a data do evento é fixa, evitando complicações relacionadas a conjuntos crescentes de informação.
- 7/ Até 22.3.2010 o horizonte mensal mais longo disponível nos dados da pesquisa Focus era o horizonte de 14 meses à frente. A partir desta data o horizonte mensal foi aumentado para incluir até 18 meses à frente. O horizonte mensal máximo foi estendido para 25 meses apenas em 1.12.2020.
- 8/ Nesta seção, os dados são mensais e cada observação trata do conjunto informacional do dia anterior à divulgação do IPCA.
- 9/ As metas de inflação para cada ano calendário foram linearmente interpoladas na construção da série mensal. Com isso evitam-se descontinuidades abruptas na métrica proposta, na passagem de um ano calendário para o seguinte.



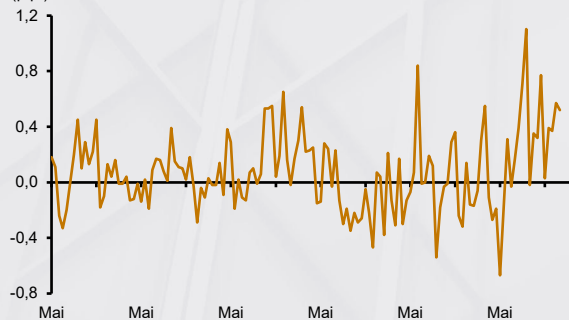
O Gráfico 2 também mostra a série temporal da diferença entre a inflação acumulada em doze meses e a meta de inflação. Embora a inflação corrente seja alta, as expectativas se mantêm relativamente próximas à meta, ao contrário do observado entre 2010 e 2015. Esse ponto é mais bem ilustrado no Gráfico 3, que relaciona o desvio das expectativas ao desvio da inflação corrente. O desvio das expectativas nos últimos meses é substancialmente inferior ao que seria previsto considerando a previsão que seria feita usando toda a amostra. Restringindo a amostra a partir de 2017, de forma a cobrir apenas o período em que as expectativas não se distanciaram consideravelmente da meta, o grau de descolamento na ponta é semelhante ao previsto.

A recente elevação das expectativas de inflação parece guardar alguma associação com a ocorrência de choques que implicaram sucessão pouco usual de surpresas inflacionárias. As surpresas inflacionárias exibidas no Gráfico 4 se referem a mudanças, de um mês para o outro, nas projeções de inflação do Focus para o curtíssimo prazo (primeiros três meses de projeção).<sup>10</sup> Desde meados de 2020 as surpresas se destacam por sua magnitude e por sua persistência, inclusive em comparação ao observado em 2015, período de inflação elevada. Por construção, as surpresas representam fatores que não estavam no conjunto informacional dos agentes no mês anterior e, portanto, são fortemente associadas a novos choques ou a mudanças na avaliação da implicação de choques já observados. O Gráfico 5 ilustra a correlação positiva entre variações das expectativas e a ocorrência de surpresas. Todavia, a grande dispersão entre os pontos possivelmente reflete dois fatos: i) surpresas podem ter as mais diversas naturezas, com maior ou menor impacto sobre as perspectivas para a inflação futura; ii) outros fatores também devem ser relevantes para explicar a variação do desvio entre as expectativas de inflação e a meta para o período correspondente.

**Gráfico 4 – Surpresas inflacionárias**

Entre vésperas de divulgação do IPCA

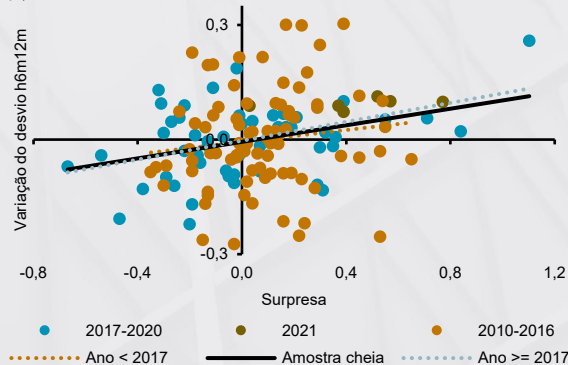
(p.p.)



Nota: Surpresa =  $s_1 + s_2 + s_3$

**Gráfico 5 – Variação do desvio h6m12m x surpresas inflacionárias**

(p.p.)



Portanto, considerando o quão desafiador é o atual ambiente em que se conduz a política monetária – contexto marcado por sucessão atípica de choques, que se revelam mais persistentes que o esperado e que levaram a inflação a patamar elevado – é significativo que as expectativas para um horizonte relativamente próximo continuem próximas à meta, em comparação a desvios observados em anos anteriores. Isso pode estar relacionado a uma série de fatores, difíceis de serem mensurados, que vão desde avaliação sobre a persistência

10/ Os dados são mensais e a referência é sempre o conjunto informacional do dia anterior à divulgação do IPCA. Suponha que estejamos na véspera da divulgação do IPCA de agosto de 2021, que ocorre no início de setembro. A *surpresa1* ( $s^1$ ) é definida como a surpresa entre o IPCA de julho e a expectativa que se tinha na véspera de sua divulgação. A *surpresa2* ( $s^2$ ) é definida como a diferença entre a projeção para o IPCA de agosto na véspera de sua divulgação e a projeção para o IPCA de agosto que se tinha na véspera da divulgação do IPCA de julho. A *surpresa3* ( $s^3$ ) é definida de forma semelhante. Formalmente

$$s_t^n = E_t[\pi_{t+n-2}] - E_{t-1}[\pi_{t+n-2}]$$

Para deixar mais claro os subscritos de tempo: no exemplo acima,  $t$  = “véspera da divulgação do IPCA agosto/2021” quando aplicado ao operador expectativa, e “agosto/2021” quando aplicado à inflação. Assim, quando  $n=1$ ,  $\pi_{t+n-2}$  = julho. Note que  $E_{t+j}[\pi_t] = \pi_t$  para  $j>0$ .

Por fim, *surpresa* é definido como  $s^1 + s^2 + s^3$ . Ou seja, considera-se a surpresa com o último número divulgado, a mudança na projeção para o dado que será divulgado no dia seguinte, e a mudança na projeção para o dado que será divulgado dali a 1 mês.

dos choques, passando pela avaliação da existência de outras forças desinflacionárias, e culminando na atuação da política monetária nesse contexto. Esse último fator é o que se discute na próxima seção.

## Condução da política monetária

Para a ancoragem das expectativas é fundamental que a política monetária tenha credibilidade, que pode ser definida como a crença, pelos agentes, de que o Banco Central fará o necessário para atingir o objetivo a ele estabelecido. Na medida em que choques podem ocorrer e afastar a inflação da meta sem que o Banco Central tenha tempo hábil para atuar, é importante avaliar não só o cumprimento do objetivo quanto a adequação das ações que são tomadas em tempo real, considerando o conjunto de informação disponível.

No Questionário Pré-Copom (QPC)<sup>11</sup>, analistas participantes do Sistema de Expectativas de Mercado são perguntados sobre a decisão esperada para a taxa Selic, e sobre o que consideram ser a decisão apropriada<sup>12</sup>. As duas informações são relevantes para avaliar a condução da política monetária em tempo real. Em um sistema de metas para a inflação é importante que o Banco Central seja transparente, que os agentes entendam o processo de tomada de decisão e que, em alguma medida, sejam capazes de antecipar as decisões de política monetária. Ao mesmo tempo, para que se tenha credibilidade é importante que esses agentes considerem as decisões adequadas para o atingimento da meta.

O Gráfico 6 mostra a evolução das decisões tomadas pelo Copom em comparação com que os agentes esperavam na semana anterior à reunião, desde o início de 2020. O Gráfico 7 faz a comparação da decisão com o que os agentes acreditavam ser a decisão mais apropriada. A moda da distribuição dos analistas não coincidiu com a decisão tomada pelo Copom em três dos treze episódios considerados.<sup>13</sup> Nas duas primeiras

**Gráfico 6 – Frequência de respostas para a pergunta "o que você acha que o Copom fará na próxima reunião?"**

Em negrito e vermelho, a decisão efetivada tomada pelo Copom

	2020						2021						
	Fev	Mar	Mai	Jun	Ago	Set	Out	Dez	Jan	Mar	Mai	Jun	Ago
150													
125													
100													<b>87%</b>
75										<b>6%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	13%
50										89%			
25										4%			
0	21%	8%			12%	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	1%			
-25	<b>79%</b>	66%			<b>87%</b>								
-50		<b>26%</b>	76%	1%	1%								
-75			<b>24%</b>	<b>99%</b>									
-100													
-125													
-150													

11/ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/precopom>. Os questionários estão disponíveis ao público desde 2017, e os resultados passaram a ser sistematizados para divulgação ao público em maio de 2021.

12/ Importante ressaltar que o questionário pergunta ao participante qual avalia ser a melhor decisão, independente de sinalização anterior dada pelo Copom. A pergunta é: "O que acha que o Copom fará na próxima reunião? Na sua opinião, o que deveria ser feito? Nesse último caso, desconsidere a comunicação prévia do BCB sobre a condução da política monetária."

13/ Em apenas um episódio (março de 2020) a moda da "decisão esperada" não coincidiu com a moda da "decisão que deveria ser tomada". Em todos os episódios houve maior divergência em relação ao que o Banco Central deveria fazer do que em relação ao que se esperava que fizesse.

### Gráfico 7 – Frequência de respostas para a pergunta "na sua opinião, o que deveria ser feito?"

Em negrito e vermelho, a decisão efetivada tomada pelo Copom

	2020								2021				
	Fev	Mar	Mai	Jun	Ago	Set	Out	Dez	Jan	Mar	Mai	Jun	Ago
150										1%			
125													2%
100								1%		4%	4%	5%	<b>74%</b>
75										<b>9%</b>	<b>94%</b>	<b>94%</b>	24%
50										75%	2%	1%	
25								2%	4%	4%	7%		
0	<b>39%</b>	<b>39%</b>	13%	4%	28%	<b>90%</b>	<b>97%</b>	<b>96%</b>	<b>96%</b>	4%			
-25	<b>59%</b>	34%	1%		<b>61%</b>	9%							
-50	2%	<b>24%</b>	50%	8%	11%	1%							
-75		3%	<b>25%</b>	<b>78%</b>									
-100			11%	9%									
-125				1%									
-150													

divergências (março e maio de 2020) o Copom cortou a taxa de juros mais do que a maior parte dos analistas esperava e julgava adequado. Na terceira divergência (março de 2021), a taxa foi aumentada mais do que o esperado e julgado adequado. Portanto, nos episódios em que divergência relevante foi notada, a postura do Copom foi a de agir com maior intensidade.

Como mostra o Gráfico 8, o *forward guidance*<sup>14</sup> foi introduzido quando as expectativas de inflação h6m12m atingiram o seu patamar mais baixo. Logo após a sua introdução teve início a sequência atípica de surpresas inflacionárias, que contribuíram para que as expectativas de inflação rapidamente voltassem a subir. Além disso, durante quase toda sua vigência, as expectativas eram predominantemente de inflação abaixo da meta em 2021. Adicionalmente, as expectativas para 2022 estavam em processo de descolamento da meta, com parcela crescente de analistas participantes do Sistema de Expectativas de Mercado fornecendo projeções abaixo da meta de 3,50% (Gráfico A1).

Gráfico 8 – Selic, expectativas de inflação e surpresas inflacionárias



14/ O Copom introduziu o *forward guidance* – prescrição futura de que não haveria reduções do grau de estímulo monetário, desde que algumas condições fossem satisfeitas – no comunicado da decisão de agosto de 2020 e o retirou no comunicado da decisão de janeiro de 2021. Na ata da reunião do Copom de agosto de 2020 o parágrafo 23 afirmou “Apesar de uma assimetria em seu balanço dos riscos, o Copom não antevê reduções no grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essa intenção é condicional à manutenção do atual regime fiscal e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo.”.

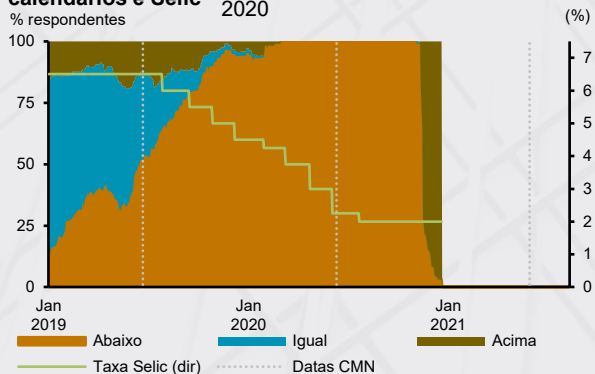
Nesse contexto, enquanto vigorou o *forward guidance* houve convergência total entre as decisões do Copom e a expectativa dos agentes em relação à decisão que seria tomada, como se poderia esperar. Mais notável é que nesse período a divergência em relação ao que deveria ser feito foi bastante pequena, menor do que nas outras observações dessa amostra. Em setembro de 2020 – quando os primeiros sinais de pressão sobre a inflação apareceram – 10% dos analistas achavam adequado um estímulo monetário adicional. Entre outubro de 2020 e janeiro de 2021 menos de 5% achavam adequado que se iniciasse o processo de aperto da política monetária.

As evidências apresentadas sugerem que a atuação do Copom neste ambiente desafiador se deu em linha com o que se espera em um regime de metas de inflação. As decisões foram em boa medida previsíveis e próximas ao que a maior parte dos agentes entendia adequado em cada momento, atestando a credibilidade do Banco Central e contribuindo para que as expectativas de inflação se mantivessem ancoradas. Além disso, os desvios das expectativas para horizonte mais próximo têm se mantido relativamente pequenos.

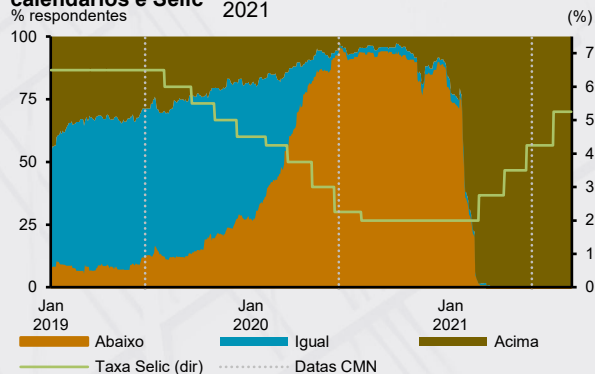


# Anexo

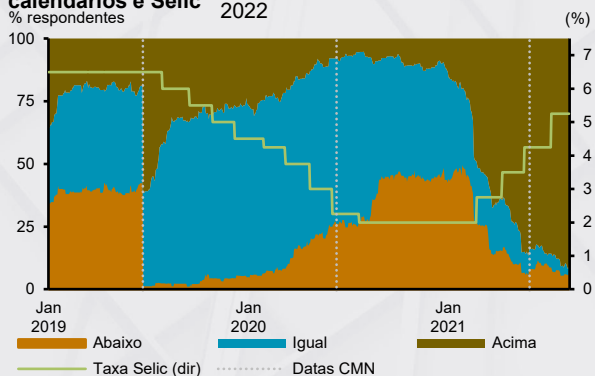
**Gráfico A.1 – Desvios das projeções por anos calendários e Selic 2020**



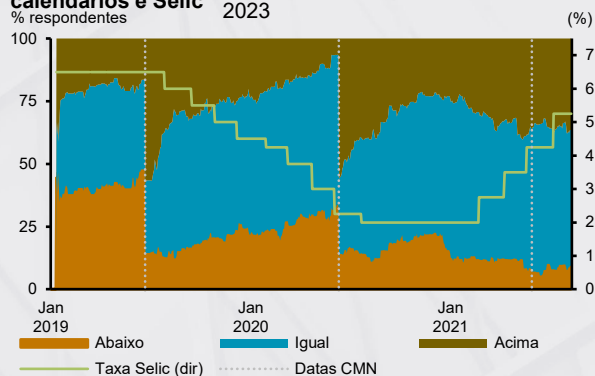
**Gráfico A.2 – Desvios das projeções por anos calendários e Selic 2021**



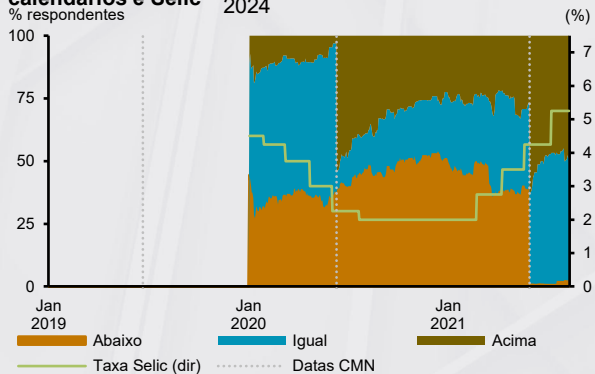
**Gráfico A.3 – Desvios das projeções por anos calendários e Selic 2022**



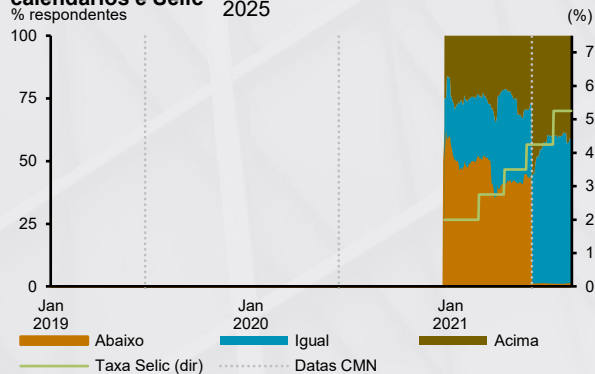
**Gráfico A.4 – Desvios das projeções por anos calendários e Selic 2023**



**Gráfico A.5 – Desvios das projeções por anos calendários e Selic 2024**



**Gráfico A.6 – Desvios das projeções por anos calendários e Selic 2025**



Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2024, 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 de inflação apresentadas representam a visão do Copom. As projeções são geradas utilizando-se um conjunto de modelos e de informações disponíveis, combinados com exercício de julgamento.

As projeções de inflação são condicionais em um conjunto de variáveis. Em particular, o cenário-base apresentado neste capítulo utiliza como condicionantes as trajetórias da taxa Selic oriunda da pesquisa Focus, conduzida pelo BCB, e da taxa de câmbio baseada na teoria da paridade do poder de compra (PPC).<sup>32</sup>

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 outras variáveis exógenas. As projeções são apresentadas conjuntamente com intervalos de probabilidade que ressaltam o grau de incerteza envolvido.

Neste Relatório, as projeções utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 241ª reunião do Copom, realizada em 21 e 22.9.2021. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 17.9.2021, a menos de indicação contrária.

---

32/ Para mais detalhes, ver boxe "Condicionantes de câmbio nas projeções do Banco Central do Brasil e a paridade do poder de compra", do Relatório de setembro de 2020.

## 2.1 Revisões e projeções de curto prazo

A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, surpreendeu novamente no trimestre encerrado em agosto, situando-se 1,10 p.p. acima do cenário básico apresentado no Relatório de Inflação anterior (Tabela 2.1.1). A pressão inflacionária também se mostrou mais forte que os analistas de mercado antecipavam.<sup>33</sup>

A surpresa altista foi bastante disseminada entre os segmentos do IPCA. Em relação aos preços administrados, a surpresa com a alta dos preços dos derivados de petróleo<sup>34</sup> e energia elétrica<sup>35</sup> mais do que compensou a surpresa com o recuo nos preços de medicamentos e com o tamanho da queda nas tarifas de plano de saúde<sup>36</sup>. Em relação aos preços de alimentos, destaca-se a elevação maior que a esperada nos preços de proteínas animais e de alimentos *in natura*, estas refletindo condições climáticas desfavoráveis<sup>37</sup>. Os preços de bens industriais continuaram mostrando alta mais persistente que o esperado. Apesar da surpresa disseminada entre itens desse segmento, foram particularmente importantes os efeitos dos preços de produtos afetados por restrições de oferta (veículos) e pela recuperação da mobilidade (vestuário). Por fim, também surpreenderam os preços de serviços, notadamente os que compõem a inflação subjacente do segmento, com proeminência para aluguel e consertos de artigos de residência e automóveis.

As projeções de curto prazo no cenário básico do Copom consideram variações de 1,11%, 0,45% e 0,41% para os meses de setembro, outubro e novembro, respectivamente (Tabela 2.1.2). Caso se concretize, a inflação de 1,98% no trimestre implicará ligeiro recuo da inflação acumulada em doze meses, de 9,68% em agosto para 9,22% em novembro.

**Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária**

	Variação %				
	2021				12 meses até ago.
	Jun	Jul	Ago	No trim.	
Cenário do Copom <sup>1</sup>	0,62	0,39	0,26	1,28	8,50
IPCA observado	0,53	0,96	0,87	2,38	9,68
Surpresa	-0,09	0,57	0,61	1,10	1,18

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de junho de 2021.

**Tabela 2.1.2 – IPCA – Projeção de curto prazo**

	Variação %				
	2021				12 meses até nov.
	Set	Out	Nov	No trim.	
Cenário do Copom <sup>1</sup>	1,11	0,45	0,41	1,98	9,22

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte.

33/ A mediana da inflação acumulada em junho, julho e agosto projetada pelos participantes do Focus em 11.6.2021 foi 1,19%. Os percentis 10 e 90 da distribuição foram 0,83% e 1,46%, respectivamente.

34/ Além da depreciação do real e da alta do preço do petróleo, destaca-se que a gasolina e o GLP apresentaram variação superior à do petróleo no mercado internacional. Para a dinâmica de curto prazo da projeção, o preço internacional dos combustíveis é mais relevante que o do petróleo.

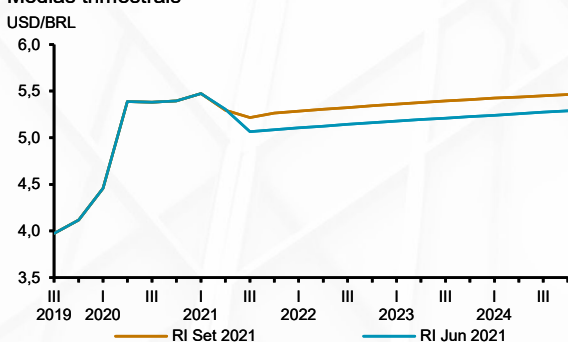
35/ A majoração do valor da bandeira vermelha 2, para R\$ 9,492 por 100 kWh, foi anunciada pela Aneel em 29 de junho, após a data de corte e a divulgação da edição do Relatório de Inflação de junho de 2021.

36/ Em 8 de julho, a ANS estabeleceu que os planos de saúde individuais teriam reajuste de -8,19%, no máximo, no período de maio de 2021 a abril de 2022. O IPCA passou a incorporar esse efeito em julho, com maior impacto no mesmo mês tendo em vista que neste mês foram adicionalmente compensadas as variações referentes a maio e junho.

37/ Notadamente as geadas que atingiram o país em julho e a estiagem prolongada.

A pressão sobre os preços deve continuar se revelando intensa e disseminada. O choque sobre preços de bens industriais não deve se dissipar no curto prazo, como sugerem indicadores recentes de preços ao produtor e a continuidade dos gargalos nas cadeias de produção que afetam alguns segmentos. Ao mesmo tempo, os preços de serviços devem continuar em trajetória de normalização, em linha com a recuperação da demanda no setor. Assim, as medidas de inflação subjacente devem se manter em patamar elevado nesse horizonte. Adicionalmente, também se espera alta significativa em preços de alimentos e preços administrados, destacando-se a forte alta nas tarifas de energia que decorre do acionamento da bandeira tarifária “escassez hídrica”.

**Gráfico 2.2.1 – Taxa de câmbio utilizada nas projeções – Trajetória PPC**  
Médias trimestrais

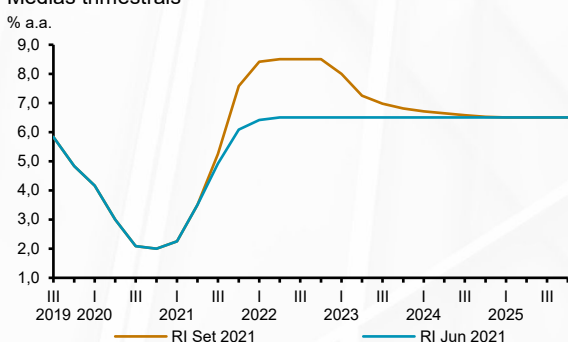


## 2.2 Projeções condicionais

### Condicionantes

O cenário-base para a inflação é construído utilizando vários condicionantes. A taxa de câmbio parte de USD/BRL 5,25<sup>38</sup>, superior ao valor de USD/BRL 5,05 do Relatório anterior, e segue trajetória de acordo com a PPC<sup>39</sup> (Gráfico 2.2.1). As médias nos últimos trimestres de 2021, 2022, 2023 e 2024 são de USD/BRL 5,26, USD/BRL 5,34, USD/BRL 5,41 e USD/BRL 5,46, respectivamente.

**Gráfico 2.2.2 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus**  
Médias trimestrais



No caso da taxa Selic, a mediana das expectativas extraídas da pesquisa Focus de 17.9.2021 foi de aumento de 5,25% a.a. para 6,25% a.a. na reunião de setembro, seguido de duas elevações adicionais de 1,00 p.p. e uma de 0,25 p.p. nas reuniões seguintes, chegando então a 8,25% a.a. ao final de 2021 e atingindo um pico de 8,50% a.a. em fevereiro de 2022, permanecendo nesse valor até o final do ano (Gráfico 2.2.2). Nessa trajetória, a taxa Selic começa a se reduzir no início de 2023, chegando ao final do ano em 6,75% a.a. e ao final de 2024 e 2025 em 6,50% a.a.<sup>40</sup> Na comparação com a pesquisa utilizada

38/ Valor obtido pelo procedimento usual de arredondar a cotação média da taxa de câmbio USD/BRL observada nos cinco dias úteis encerrados no último dia da semana anterior à da reunião do Copom.

39/ Considerando facilidade no processo de formulação das projeções e simplicidade de comunicação, o diferencial de inflação considerado é a diferença, a cada ano, entre a meta para a inflação no Brasil e a inflação externa de longo prazo, considerada como de 2% a.a., em linha com a meta para a inflação da maioria dos países desenvolvidos.

40/ Como descrito nos boxes “Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação Bayesiana” e “Resultados das estimativas do novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana”, dos relatórios de setembro e de dezembro de 2020, respectivamente, na curva IS, a taxa Selic utilizada refere-se à trajetória um ano à frente. Portanto, a taxa de juros utilizada ao longo de 2024 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2025.



no Relatório anterior, realizada em 11.6.2021, a taxa Selic considerada é mais alta em todo o horizonte considerado até o final de 2024.<sup>41</sup>

O cenário-base utiliza ainda hipóteses para vários outros condicionantes. Considera-se que os níveis atuais de incerteza econômica se reduzem ao longo do tempo. Do ponto de vista fiscal, supõe-se que o resultado primário do governo central corrigido pelo ciclo econômico e por *outliers*, no acumulado em doze meses, depois de ter atingido um mínimo no último trimestre de 2020, continue sua melhora ao longo do horizonte de projeção, mais rapidamente ao longo de 2021. Supõe-se ainda que o preço de *commodities* sobe ao longo do tempo. A taxa de juros real neutra utilizada nas projeções é de 3,0% a.a. no horizonte considerado. O cenário também incorpora o fenômeno *La Niña* nas projeções. Em termos de bandeira tarifária de energia elétrica para os finais de ano-calendário, utiliza-se a bandeira “escassez hídrica” para 2021, conforme anunciado, e bandeira vermelha patamar 2 para 2022, 2023 e 2024, isto é, pressupõe-se bandeira neutra para esses dois últimos anos.

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 pelo 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.

## Determinantes da inflação

A inflação em 2021 tem sido bastante afetada pelo significativo aumento dos preços de *commodities*, não contrabalançado por movimentos contrários da taxa de câmbio. Até agosto deste ano, o IC-Br em dólar acumulou aumento de 31,1% (33,7% em moeda nacional) e o preço do *Brent* aumentou 40,4% (43,3% em moeda nacional). Na comparação com janeiro de 2020, mês imediatamente anterior ao do início do estresse associado à pandemia, o IC-Br (em moeda nacional) cresceu 69,7%. No acumulado do ano, até agosto, os preços de gasolina, gás de bujão e

---

41/ A construção da trajetória da taxa Selic nesse cenário utiliza interpolação para os meses em que a pesquisa não coleta os respectivos dados, considerando os valores de final de cada ano.

etanol no IPCA cresceram 31,09%, 23,79% e 40,75%, respectivamente.<sup>42</sup>

Mais recentemente, a crise energética, por meio dos seus efeitos nas bandeiras tarifárias, representou nova onda de choque de custos na economia. No acumulado do ano, até agosto, a tarifa de energia elétrica residencial cresceu 10,61%, sendo que, no período de maio a agosto, aumentou 17,16% e se espera novo aumento em setembro em função da adoção da bandeira “escassez hídrica” entre setembro de 2021 e abril de 2022. Como fator negativo de oferta, adicionam-se ainda os gargalos nas cadeias produtivas de alguns segmentos, com destaque para automóveis.

A atividade econômica tem se recuperado, após atingir um vale no segundo trimestre de 2020, refletindo-se em diferentes medidas do hiato do produto. O hiato do produto é uma variável não observável, sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, e é medido pelo BCB por meio de diferentes metodologias. Este Relatório apresenta o hiato estimado segundo metodologia baseada em estimação de modelo bayesiano, descrito nos Relatórios de setembro e dezembro de 2020.<sup>43</sup> Nessa estimativa, o hiato do produto é uma variável não observável, cuja trajetória incorpora informação de quatro variáveis de atividade econômica, referentes ao produto na economia e à ociosidade dos fatores de produção. Especificamente, são utilizados o PIB, o Nuci (calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), a taxa de desocupação (medida pelo IBGE) e as contratações líquidas medidas pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged – Ministério do Trabalho e Previdência). Ressalta-se ainda que o modelo adiciona estrutura econômica à estimação da trajetória do hiato ao considerar sua relação com a inflação de preços livres, via curva de Phillips, e com a própria curva IS.

Utilizando essa metodologia, o hiato do produto estimado continuou sua trajetória de fechamento, passando de -2,7% no primeiro trimestre do ano para -2,0% e -1,7% nos dois trimestres seguintes<sup>44</sup> (Gráfico 2.2.3). A melhora nas variáveis de atividade tem contribuído para esse comportamento. O PIB, embora tenha ficado relativamente estável

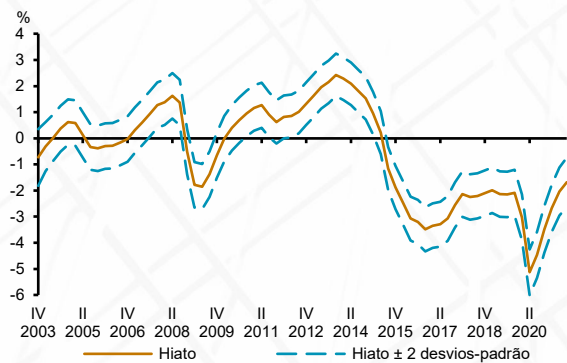
---

42/ Para o efeito dessas e de outras variáveis na mudança das projeções de inflação para 2021, ver o boxe “Impacto dos condicionantes sobre as projeções de inflação”, neste Relatório.

43/ Ver boxes “Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação Bayesiana” e “Resultados das estimações do novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana”, dos relatórios de setembro e de dezembro de 2020, respectivamente.

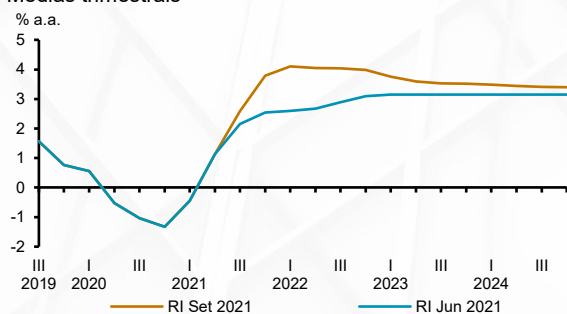
44/ Para o terceiro trimestre de 2021, utilizaram-se projeções dessas variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

**Gráfico 2.2.3 – Estimativa do hiato do produto**



Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2021T3.

**Gráfico 2.2.4 – Selic real acum. quatro trimestres à frente**  
Médias trimestrais



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.

no segundo trimestre do ano, deve continuar em trajetória de elevação. A taxa de desocupação, depois de atingir um pico no início do ano, tem se reduzido, com destaque para o número divulgado mais recentemente, referente a junho. As contratações líquidas medidas pelo Caged continuam no campo positivo e em números significativos. O Nuci, por sua vez, depois de acentuada recuperação ao longo do segundo semestre de 2020, tem apresentado movimento oscilatório, mas com aumento nos meses recentes. No cenário-base, o hiato continua trajetória de redução de sua abertura, mas de forma mais lenta que no cenário do Relatório anterior em função principalmente do aumento na trajetória da taxa Selic da pesquisa Focus. A trajetória da taxa de juros acima da neutra é um importante limitador para o fechamento do hiato no horizonte de projeções. Por exemplo, no final de 2022, a projeção é de hiato ainda negativo, em -1,2%.

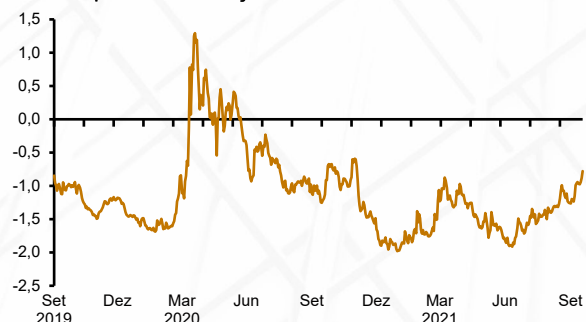
A elevação da taxa Selic nas reuniões de março, maio, junho e agosto (0,75 p.p., 0,75 p.p., 0,75 p.p. e 1,00 p.p., respectivamente) e a expectativa Focus de continuidade de aumento funcionam como limitador para o fechamento do hiato, auxiliando na contenção da inflação e de suas expectativas. Considerando 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, observa-se crescimento considerável ao longo de 2021, mais forte do que o do Relatório anterior (Gráfico 2.2.4). De números negativos no início do ano, essa medida de taxa de juros real chega no quarto trimestre de 2021 em 3,8% a.a., acima da taxa neutra considerada, de 3,0% a.a., atingindo pico de 4,1% a.a. no primeiro trimestre de 2022. Esse comportamento reflete o crescimento mais acentuado da trajetória da Selic nominal em comparação com o aumento das expectativas de inflação na medida considerada. Em outras palavras, o deslocamento da curva de juros nominal da pesquisa Focus (Gráfico 2.2.2) também significou elevação da taxa de juros real. Nessa trajetória, a taxa real permanece basicamente nesses níveis ao longo de 2022, caindo nos anos seguintes, mas ainda ficando acima da taxa real neutra.

Os níveis de incerteza na economia, impactados especialmente pela pandemia, têm pesado negativamente sobre o hiato do produto. A aceleração da vacinação contra a Covid-19 e a resultante redução significativa de casos associados à pandemia atuam para diminuir a incerteza e impulsionar a demanda por serviços, especialmente atingidos



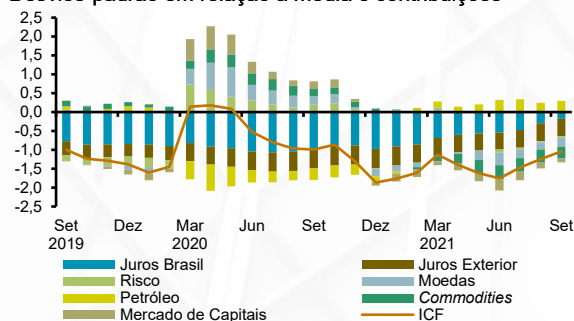
pelo distanciamento social. O comportamento da incerteza dependerá também da avaliação sobre a trajetória de variáveis fiscais, como o gasto público, o resultado primário e a dívida pública.

**Gráfico 2.2.5 – Indicador de Condições Financeiras**  
Desvios-padrão em relação à média – Série diária



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Dados do gráfico: 3.9.2019-17.9.2021.

**Gráfico 2.2.6 – Indicador de Condições Financeiras**  
Desvios-padrão em relação à média e contribuições



Obs.: Quanto maior o valor do indicador, mais restritivas são as condições financeiras. Valores referem-se à média mensal. Valor de set/2021 refere-se à média até o dia 17.

O Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BCB, subiu ao longo do terceiro trimestre do ano, indicando condições financeiras mais restritivas em relação ao Relatório anterior (Gráficos 2.2.5 e 2.2.6).<sup>45</sup> Os principais fatores para a piora nas condições financeiras foram a elevação da taxa de juros doméstica futura e a queda na bolsa de valores no Brasil. No mesmo sentido, contribuíram, em menor magnitude, alguma redução dos preços de *commodities* agrícolas (*CRB Foodstuffs*), a valorização do dólar a nível internacional e a depreciação do real. Poucos fatores atuaram no sentido contrário, entre eles, a queda no rendimento das *Treasuries* de dez anos dos EUA. Ressalta-se que o ICF reflete uma série de elementos, não devendo ser interpretado como indicador de estímulo ou aperto monetário. Além disso, a relação do indicador com a inflação é ambígua, pois alguns dos seus componentes têm geralmente relação positiva com inflação e negativa com atividade, como os relacionados a prêmio de risco e taxa de câmbio. Portanto, condições financeiras mais restritivas apontam para menor atividade econômica futura, mas podem implicar tanto maior como menor inflação, dependendo dos fatores que condicionam seu movimento.

As expectativas de inflação coletadas na pesquisa Focus elevaram-se de forma significativa. Na comparação com o Relatório anterior, a mediana das expectativas para 2021 subiu de 5,82% para 8,35% e para 2022 aumentou de 3,78% para 4,10%. Para 2023, as expectativas permaneceram na meta, de 3,25%.

## Projeções de inflação

As projeções apresentadas representam a visão do Copom e são resultado da combinação dos seguintes elementos: i. projeções de especialistas para preços livres para horizontes mais curtos e para preços administrados até determinado horizonte; ii. utilização de modelos macroeconômicos, de modelos satélites e de modelos específicos para os itens de preços administrados; iii. emprego de determinadas

45/ Por construção, o ICF é uma medida adimensional, com média zero e variância unitária na amostra considerada desde janeiro de 2006. Para descrição da metodologia empregada no cálculo do ICF, ver boxe "Indicador de Condições Financeiras", do Relatório de março de 2020.



**Tabela 2.2.1 – Projeções de inflação – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC**

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Meta	RI de junho	RI de setembro	Diferença (p.p.)
2021	III		8,0	10,2	2,2
2021	IV	3,75	5,8	8,5	2,7
2022	I		4,3	7,3	3,0
2022	II		3,5	6,0	2,5
2022	III		3,2	3,9	0,7
2022	IV	3,50	3,5	3,7	0,2
2023	I		3,7	3,6	-0,1
2023	II		3,6	3,9	0,3
2023	III		3,5	3,3	-0,2
2023	IV	3,25	3,3	3,2	-0,1
2024	I			3,0	
2024	II			2,9	
2024	III			2,8	
2024	IV	3,00		2,8	

**Tabela 2.2.2 – Projeção de inflação e intervalos de probabilidade – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC**

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	10%	30%	50%	Central	10%	30%	50%
2021	III	10,1	10,1	10,2	10,2	10,2	10,3	10,3
2021	IV	8,1	8,3	8,4	8,5	8,6	8,7	8,9
2022	I	6,7	7,0	7,2	7,3	7,4	7,6	7,9
2022	II	5,2	5,6	5,9	6,0	6,1	6,4	6,8
2022	III	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2022	IV	2,8	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,6
2023	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2023	II	3,0	3,4	3,7	3,9	4,1	4,4	4,8
2023	III	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2023	IV	2,3	2,7	3,0	3,2	3,4	3,7	4,1
2024	I	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9
2024	II	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,4	3,8
2024	III	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7
2024	IV	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7

trajetórias para os condicionantes; e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.

Na projeção central, que combina taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres atinge pico de 10,2% no terceiro trimestre de 2021, particularmente afetada pela mudança da bandeira tarifária de energia elétrica de vermelha 2 em junho (ainda em valores inferiores aos novos valores vigentes a partir de julho) para bandeira “escassez hídrica” em setembro. Após, a inflação projetada entra em trajetória de declínio, terminando 2021 em 8,5%, 3,25 p.p. acima do intervalo de tolerância (5,25%) da meta para a inflação (3,75%). A inflação projetada cai para 3,7% em 2022, 3,2% em 2023 e 2,8% em 2024, diante de metas para a inflação de 3,50%, 3,25% e 3,00%, respectivamente (Tabelas 2.2.1 e 2.2.2 e Gráfico 2.2.7).

Em termos de probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância (Tabela 2.2.3), destaca-se o novo aumento da probabilidade de a inflação ultrapassar o limite superior em 2021, que passou de 74% no Relatório anterior para próximo de 100% neste Relatório. A inflação acumulada no ano até agosto é de 5,67%.

Na comparação com o Relatório de Inflação anterior, as projeções de inflação subiram para 2021 e 2022 e caíram para 2023 (Tabela 2.2.1). Especificamente para 2021, destaca-se a inflação observada 1,10 p.p. maior do que a prevista para o período entre junho e agosto e a elevada projeção de inflação de curto prazo (ver Seção 2.1), que se propaga para 2022 via inércia inflacionária. Para o caso das projeções para 2022 e 2023, ressalta-se ainda a trajetória de taxa Selic mais distante dos valores considerados como neutros.

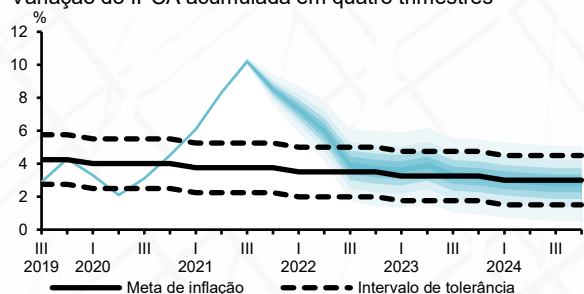
Os principais fatores que levaram à revisão das projeções de inflação são listados abaixo.

Principais fatores de revisão para cima:

- inflação observada recentemente maior do que a esperada;
- revisão das projeções de curto prazo, refletindo as pressões correntes;
- propagação via inércia inflacionária dos choques correntes;
- elevação dos preços de *commodities*;
- depreciação cambial;
- crescimento das expectativas de inflação da pesquisa Focus;

**Gráfico 2.2.7 – Projeção e leque de inflação – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC**

Varição 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.

**Tabela 2.2.3 – Probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância da meta**

Ano	Limite inferior	Probabilidade de ultrapassar o limite inferior	Limite superior	Probabilidade de ultrapassar o limite superior
2021	2,25	0	5,25	100
2022	2,00	11	5,00	17
2023	1,75	15	4,75	13
2024	1,50	17	4,50	11

Obs.: Probabilidades estimadas arredondadas para o valor inteiro mais próximo.

**Tabela 2.2.4 – Projeções de inflação de preços livres e administrados – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC**

Varição do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	IPCA	IPCA Livres	IPCA Administrados
2021	8,5	6,7	13,7
2022	3,7	3,5	4,2
2023	3,2	2,6	4,8
2024	2,8	2,5	3,4

- evolução melhor do que esperado de algumas variáveis de atividade econômica.

Principais fatores de revisão para baixo:

- trajetória mais elevada da taxa Selic da pesquisa Focus, que representou um aumento significativo da taxa real considerada;
- queda do indicador de incerteza econômica em ritmo inferior ao considerado.

Fator cuja direção do efeito depende do ano-calendário analisado:

- alteração da hipótese sobre a bandeira tarifária da energia elétrica, aumentando a projeção para 2021 e reduzindo para 2022.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em agosto (240ª reunião), houve aumento de 2,0 p.p. para 2021 e de 0,2 p.p. para 2022 e estabilidade para 2023 (ver Ata da 240ª reunião). Os fatores principais foram basicamente os mesmos apontados na comparação com as projeções do Relatório de junho.

Quando se consideram os grupos de preços livres e administrados, nota-se a significativa projeção para a inflação de preços administrados em 2021, de 13,7% (Tabela 2.2.4). Em termos de ano-calendário, a projeção desse ano, caso se concretize, será a mais alta desde 2015, quando atingiu 18,07%. Destacam-se os aumentos já verificados de preços de gasolina, gás de bujão e energia elétrica. Para 2022, a projeção de administrados se reduz significativamente, refletindo principalmente a dissipação dos choques correntes e a bandeira de energia elétrica utilizada. Por outro lado, a inflação de preços livres vai se reduzindo ao longo do tempo na medida em que os efeitos inerciais vão se dissipando e a trajetória da taxa de juros real utilizada está acima da taxa neutra.

**Riscos ao redor do cenário central**

As projeções centrais envolvem uma série de riscos. O Copom, em sua 241ª reunião, ressaltou os seguintes riscos:

- por um lado, uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento recente nos preços das *commodities* internacionais em moeda local

produziria trajetória de inflação abaixo do cenário básico;<sup>46</sup>

- por outro lado, novos prolongamentos das políticas fiscais de resposta à pandemia que pressionem a demanda agregada e piorem a trajetória fiscal podem elevar os prêmios de risco do país. Apesar da melhora recente nos indicadores de sustentabilidade da dívida pública, o risco fiscal elevado segue criando uma assimetria altista no balanço de riscos, ou seja, com trajetórias para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

Também pode ser mencionada, como risco para cima, uma percepção do mercado de que a normalização da política monetária nos EUA iniciaria mais cedo ou ocorreria em ritmo mais acelerado, o que poderia afetar o preço de ativos domésticos.<sup>46</sup>

Por fim, ressalta-se que a inflação ao longo do horizonte de projeção será afetada de forma significativa pela evolução da bandeira de energia elétrica.

## 2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

No cenário externo observam-se dois fatores adicionais de risco para o crescimento das economias emergentes. Primeiro, reduções nas projeções de crescimento das economias asiáticas, refletindo a evolução da variante Delta da Covid-19. Segundo, o aperto das condições monetárias em diversas economias emergentes, em reação a surpresas inflacionárias recentes. No entanto, os estímulos monetários de longa duração e a reabertura das principais economias ainda sustentam um ambiente favorável para países emergentes. O Comitê mantém a avaliação de que questionamentos dos mercados a respeito dos riscos inflacionários nas economias avançadas podem tornar o ambiente desafiador para países emergentes.

Em relação à atividade econômica brasileira, a divulgação do PIB do segundo trimestre, assim como os indicadores mais recentes, continua mostrando evolução positiva e não enseja mudança relevante

---

46/ Ver boxe "Cenários de risco para as projeções de inflação: política monetária norte-americana e preços de *commodities*", do Relatório de junho.

para o cenário prospectivo, o qual contempla recuperação robusta do crescimento econômico ao longo do segundo semestre.

A inflação ao consumidor segue elevada. A alta nos preços dos bens industriais – decorrente de repasses de custos, das restrições de oferta e do redirecionamento da demanda em direção a bens – ainda não arrefeceu e deve persistir no curto prazo. Ademais, nos últimos meses os preços dos serviços cresceram a taxas mais elevadas, refletindo a gradual normalização da atividade no setor, dinâmica que já era esperada. Adicionalmente, persistem as pressões sobre componentes voláteis como alimentos, combustíveis e, especialmente, energia elétrica, que refletem fatores como câmbio, preços de *commodities* e condições climáticas desfavoráveis.

As diversas medidas de inflação subjacente apresentam-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação.

As expectativas de inflação para 2021, 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 8,3%, 4,1% e 3,25%, respectivamente.

Em sua reunião mais recente (241ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 6,25% 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 as metas no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2022 e, em grau menor, o de 2023. 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.

Na ocasião, o Comitê comunicou que seu cenário básico para a inflação envolve fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento recente nos preços das *commodities* internacionais em moeda local produziria trajetória de inflação abaixo do cenário básico. Por outro lado, novos prolongamentos das políticas fiscais de resposta à pandemia que pressionem a demanda agregada e piorem a trajetória fiscal podem elevar os prêmios de risco do país. Apesar da melhora recente nos indicadores de sustentabilidade da dívida pública, o risco fiscal elevado segue criando uma assimetria



altista no balanço de riscos, ou seja, com trajetórias para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

O Copom considera que, no atual estágio do ciclo de elevação de juros, esse ritmo de ajuste é o mais adequado para garantir a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e, simultaneamente, permitir que o Comitê obtenha mais informações sobre o estado da economia e o grau de persistência dos choques. Neste momento, o cenário básico e o balanço de riscos do Copom indicam ser apropriado que o ciclo de aperto monetário avance no território contracionista.

Para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude. O Copom enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar o cumprimento da meta de inflação e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária.

## Impacto dos condicionantes sobre as projeções de inflação

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 disponível, construindo assim projeções de inflação. Essas projeções são condicionais ao comportamento de um conjunto de variáveis exógenas, cujas trajetórias compõem o cenário prospectivo da economia e podem ser oriundas de modelos satélites, de julgamentos do Copom ou de outros critérios. Nesse processo, o Copom define um cenário-base, apresentado com mais detalhes no Relatório de Inflação, e avalia os riscos envolvidos por meio de diversos cenários alternativos, apresentados eventualmente em boxes do Relatório.

Este box revisita as projeções apresentadas no cenário-base do Relatório de dezembro de 2020, bem como as trajetórias condicionais utilizadas para as variáveis exógenas na ocasião, valendo-se do mais recente conjunto de informações disponível. É criado um cenário contrafactual para o Relatório de dezembro, assumindo as trajetórias atuais para as variáveis exógenas, e apresenta-se a contribuição das principais variáveis para a diferença entre as projeções dos cenários contrafactual e base. Além disso, são analisadas as alterações nas projeções informadas pelos participantes do Questionário Pré-Copom (QPC) entre dezembro de 2020 e setembro de 2021. Por fim, também é revisitado o cenário alternativo com elevação nos preços do petróleo publicado em box do Relatório de junho de 2020.

### Impacto dos condicionantes sobre as projeções de inflação do Relatório de dezembro de 2020

No Relatório de Inflação de dezembro de 2020, a projeção central apresentada para a inflação de 2021 foi de 3,4%. Essa projeção, seguindo procedimento usual e em linha com a experiência de outros bancos centrais, é resultado da combinação das previsões de mais curto prazo de especialistas, que utilizam um conjunto grande de informações, e de projeções de modelos para horizontes mais longos. Esse cenário baseava-se em determinadas premissas para as trajetórias de condicionantes utilizados nas projeções. Por exemplo, a taxa de câmbio partia de USD/BRL 5,25 e seguia trajetória de acordo com a paridade do poder de compra (PPC), atingindo USD/BRL 5,33 no último trimestre de 2021; a taxa Selic oriunda da pesquisa Focus permanecia em 2,00% a.a. até agosto de 2021, tendo elevações nos meses seguintes, até atingir 3,00% a.a. no final do ano; e as expectativas de inflação para o ano de 2021, também apuradas pela pesquisa Focus, encontravam-se em 3,3%. Entre outros fatores, supunha-se ainda elevação do preço de *commodities* ao longo do tempo e bandeira vermelha patamar 1 para o fim de 2021.<sup>1</sup>

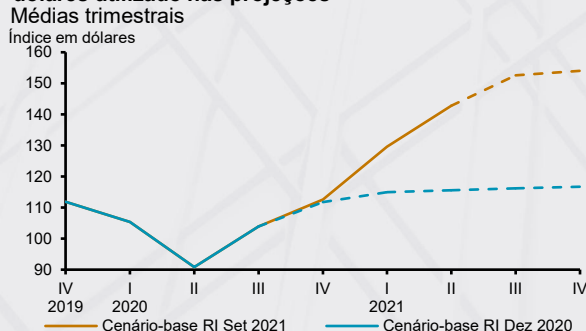
No decorrer do ano, as projeções de inflação para 2021 passaram por um processo de revisão, incorporando novas informações disponíveis, e atingiram 8,5% no cenário-base deste Relatório. Essas novas informações compreendem tanto a divulgação de novos dados ocorridos para a inflação e as variáveis exógenas, quanto a atualização das trajetórias futuras dessas últimas variáveis. Conforme destacado nos Relatórios ao longo do ano, diversos fatores contribuíram para a revisão das projeções.

Entre as mudanças dos condicionantes, destaca-se a elevação dos preços de *commodities* mais forte que a considerada no cenário-base (Gráficos 1 e 2), com um crescimento de 36,5% no Índice de *Commodities*– Brasil

1/ Ver seção “2.1 Revisões e projeções de curto prazo” e seção “2.2 Projeções condicionais”, subseção “Condicionantes”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2020.

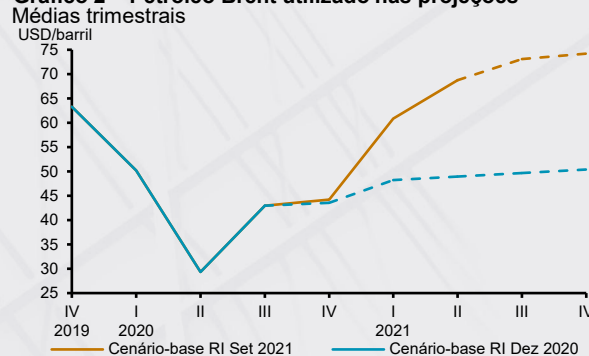
(IC-Br) medido em dólares entre novembro de 2020 e agosto de 2021<sup>2</sup> e alta de 60,3% no preço do petróleo Brent no mesmo período. Também se destaca o crescimento das expectativas de inflação da pesquisa Focus (Gráfico 3), com aumento da inflação esperada para os próximos doze meses (suavizada) de 4,09% para 4,93% entre as datas de corte dos Relatórios de dezembro de 2020 e atual. Além disso, as projeções de energia elétrica residencial consideram agora a bandeira tarifária "escassez hídrica" de setembro a dezembro de 2021. A taxa de câmbio, por sua vez, teve movimentos de depreciação e apreciação ao longo do tempo (Gráfico 4).

**Gráfico 1 – Índice de Commodities – Brasil (IC-Br) em dólares utilizado nas projeções**  
Médias trimestrais



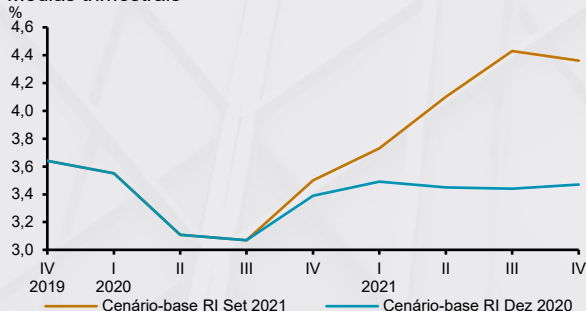
Obs.: Linhas sólidas correspondem a dados ocorridos e linhas tracejadas, a condicionamento.

**Gráfico 2 – Petróleo Brent utilizado nas projeções**



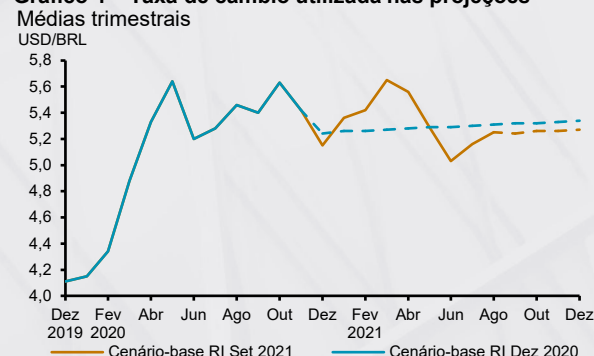
Obs.: Linhas sólidas correspondem a dados ocorridos e linhas tracejadas, a condicionamento.

**Gráfico 3 – Expectativas de inflação 12 meses à frente – Pesquisa Focus**  
Médias trimestrais



Obs.: Expectativas 12 meses à frente para cada período compiladas com base nas expectativas mensais e anuais vigentes em cada data de corte.

**Gráfico 4 – Taxa de câmbio utilizada nas projeções**



Obs.: Linhas sólidas correspondem a dados ocorridos e linhas tracejadas, a condicionamento.

Para avaliar o impacto sobre as projeções de inflação das diferenças entre os condicionantes originalmente utilizados no cenário-base e suas trajetórias atuais, que incluem os valores realizados, foi construído um cenário contrafactual para o Relatório de dezembro de 2020, utilizando modelo semiestrutural agregado e assumindo as trajetórias atuais para os condicionantes.<sup>3</sup> Nesse cenário contrafactual, a projeção de inflação para o ano de 2021 é de 7,8%, apresentando elevação de 4,4 p.p. em relação ao cenário-base de dezembro de 2020 (Tabela 1 e Gráfico 5). Para compreender as razões dessa mudança, pode-se analisar a contribuição das diversas variáveis.<sup>4</sup> A atualização das trajetórias das variáveis combustíveis<sup>5</sup>, bandeiras de energia elétrica e

- 2/ O IC-Br agrega de forma ponderada os indicadores relativos aos segmentos Agropecuária, Metal e Energia, de forma que esse índice é também afetado pelos preços internacionais de combustíveis (petróleo Brent, gás natural e carvão).
- 3/ O cenário contrafactual assume que as projeções de curto prazo incorporadas ao cenário-base original possuem a mesma sensibilidade às variáveis condicionantes que o modelo utilizado para as projeções de médio prazo. Além disso, assume-se que as expectativas de inflação Focus respondem às atualizações das variáveis condicionantes, de acordo com a equação das expectativas de inflação do modelo. Ver boxes "Novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana", do Relatório de Inflação de setembro de 2020, e "Resultados das estimações do novo modelo agregado de pequeno porte com estimação bayesiana", do Relatório de dezembro de 2020.
- 4/ Para obtenção de tais contribuições, considerou-se cada variável analisada como uma variável exógena, não afetada pelas demais variáveis do modelo, exceto as expectativas de inflação Focus, conforme destacado na nota de rodapé anterior. Assim, a contribuição calculada para as expectativas corresponde à parcela da atualização das expectativas não explicada pela atualização das demais variáveis condicionantes.
- 5/ A contribuição dos combustíveis é composta por duas parcelas: uma correspondente ao impacto da atualização dos preços do petróleo sobre os combustíveis incluídos nos preços administrados, como gasolina e gás de bujão, e outra referente ao impacto sobre o etanol hidratado, que faz parte dos preços livres.



IC-Br em dólares e contribuíram com 2,3 p.p., 1,0 p.p. e 0,6 p.p. para a elevação das projeções, respectivamente (Gráfico 6). Portanto, nessa simulação, esses choques de custos contribuíram conjuntamente com 3,9 p.p. para o aumento das projeções para 2021, equivalentes a cerca de 90% do aumento total das projeções de inflação.<sup>6</sup> As expectativas de inflação Focus contribuíram com 0,3 p.p. Por outro lado, a atualização do hiato do produto, que compreende o impacto de vários condicionantes, teve contribuição negativa, de -0,4 p.p. Já a atualização da taxa de câmbio teve efeito praticamente nulo sobre as projeções, com os impactos dos movimentos de depreciação e apreciação se compensando.

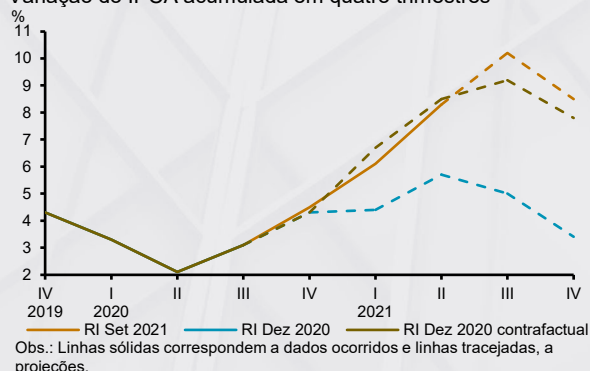
**Tabela 1 – Projeções de inflação – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC**

Varição do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	Meta	RI de dez/2020 (1)	RI de dez/2020 contrafactual (2)	RI de set/2021 (3)	Diferença (p.p.) (2) - (1)	Diferença (p.p.) (3) - (2)
2020	IV	4,00	4,3	4,3	4,5	0,0	0,2
2021	I		4,4	6,7	6,1	2,3	-0,6
2021	II		5,7	8,5	8,3	2,8	-0,2
2021	III		5,0	9,2	10,2	4,2	1,0
2021	IV	3,75	3,4	7,8	8,5	4,4	0,7

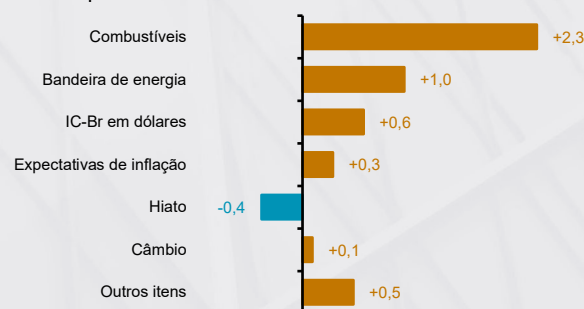
**Gráfico 5 – Projeções de inflação**

Varição do IPCA acumulada em quatro trimestres



**Gráfico 6 – Contribuições para a diferença da projeção de inflação para 2021 entre os cenários contrafactual e base do Relatório de dezembro de 2020**

Pontos percentuais



A diferença entre as projeções do cenário-base deste Relatório e do cenário contrafactual, de 0,7 p.p., decorre de diferença de projeção do cenário contrafactual em relação ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) já realizado durante o ano e da atualização no cenário-base atual de projeções de inflação de curto prazo, que como já destacado consideram um conjunto de informações maior que as projeções baseadas em modelos. Nesse aspecto, ressaltam-se as surpresas disseminadas em bens industriais, causadas, entre outros razões, pela desorganização da cadeia produtiva em função da pandemia que impactou a oferta desses bens. Um exemplo seriam os preços de automóveis novos e usados, que tiveram elevação respectivamente de 7,77% e 8,92% entre janeiro e agosto de 2021, de forma que ambos apresentaram uma contribuição conjunta de 0,40 p.p. para a variação do IPCA acumulada no período. Nos dez anos anteriores (2011 a 2020), esses dois itens tiveram uma contribuição anual conjunta média em torno de zero.

Ressalta-se que, no processo usual de atualização das projeções de inflação, as novas informações são incorporadas tanto nas projeções baseadas em modelos macroeconômicos como nas previsões de curto prazo de especialistas. Esse exercício deve ser entendido como um esforço para compreender como os novos desenvolvimentos econômicos afetaram as projeções de inflação para 2021 desde o Relatório de Inflação de dezembro de 2020, sob o ponto de vista dos modelos do Banco Central do Brasil (BCB). A projeção do cenário

6/ Energia elétrica e combustíveis têm estado entre os itens com maior contribuição para a volatilidade do IPCA, sendo canais pelos quais a inflação pode ser afetada de forma rápida e significativa por fatores voláteis e pouco previsíveis a curto prazo. Ver box "Mensuração de riscos para a inflação associados a preços de energia", do Relatório de Inflação de setembro de 2019.



contrafactual não corresponde necessariamente à que seria apresentada à época se houvessem sido utilizadas as trajetórias atuais dos condicionantes, pois a sua incorporação nas previsões de curto prazo compreende julgamentos e incorporação de um conjunto de informações maior em comparação ao presente no modelo macroeconômico, parcimonioso em sua estrutura.

## Alterações nas projeções do Questionário Pré-Copom

O QPC, enviado aos participantes do Sistema Expectativas de Mercado antes de cada reunião do Copom, fornece elementos adicionais ao conjunto de informações que subsidia a decisão do Comitê sobre a taxa básica de juros. Nessa consulta realizada pelo BCB, as instituições apresentam suas projeções sobre diversos indicadores econômicos e analisam a condução da política monetária. Em particular, são coletadas as projeções para o IPCA e componentes selecionados.<sup>7</sup>

A comparação das pesquisas conduzidas entre as reuniões do Copom de dezembro de 2020 e setembro de 2021 ilustra o crescimento das expectativas e o papel de alguns fatores. Entre essas reuniões, a mediana das projeções do QPC para a inflação do IPCA de 2021 elevou-se em 4,9 p.p., de 3,3% para 8,3% (Tabela 2). As inflações de preços livres e preços administrados tiveram contribuições semelhantes para essa elevação, de 2,7 p.p. e 2,4 p.p., respectivamente. No caso dos preços livres, os bens industriais tiveram a contribuição mais relevante para a revisão, de 1,5 p.p., seguidos de alimentação no domicílio, com 0,7 p.p., e serviços, 0,4 p.p. Já em bens administrados, as principais contribuições foram de gasolina e energia elétrica residencial, de 1,5 p.p. e 1,0 p.p., respectivamente. Por fim, pode-se perceber que, para o IPCA e todos os componentes citados, as medianas das projeções do QPC de setembro de 2021 são bastante superiores aos percentis 75 das projeções do QPC de dezembro de 2020.

**Tabela 2 – Evolução das projeções do QPC para o IPCA 2021<sup>1</sup>**

Variação acumulada no ano

Discriminação	QPC dez/2020		QPC set/2021			%	
	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Contribuição para a diferença do IPCA (p.p.) <sup>2</sup>
							Mediana
IPCA	3,2	3,3	3,5	8,1	8,3	8,4	4,9
Preços livres	2,8	3,0	3,2	6,4	6,6	6,7	2,7
Bens Industriais	2,0	2,5	3,0	8,7	9,0	9,4	1,5
Alimentação no domicílio	3,1	4,1	5,1	8,0	8,5	9,0	0,7
Serviços	2,7	3,2	3,5	4,0	4,2	4,5	0,4
Preços administrados	3,4	4,0	4,5	13,0	13,3	13,6	2,4
Gasolina	2,0	3,9	4,8	33,6	34,9	35,5	1,5
Energia elétrica residencial	-3,6	-2,3	2,2	19,4	19,7	20,3	1,0

1/ Somatórios e agregados eventualmente diferem em função de arredondamentos, questões relacionadas a medianas e diferenças nos pesos no IPCA considerados pelos respondentes para os diferentes grupos.

2/ Contribuição aproximada, baseada nos pesos do IPCA de janeiro/2021.

## Cenário alternativo de preços do petróleo do Relatório de Inflação de junho de 2020

Desde o Relatório de Inflação de junho de 2020, o BCB vem publicando boxes que apresentam cenários alternativos de risco como uma forma de evidenciar as incertezas envolvidas nas projeções de inflação e o

7/ O conjunto de questões do QPC é alterado a cada reunião dependendo da evolução da conjuntura econômica. O QPC é divulgado desde maio de 2017 (207ª reunião) e as estatísticas agregadas das respostas quantitativas passaram a ser divulgadas a partir de maio de 2021 (238ª reunião).

importante papel dos condicionantes utilizados.<sup>8</sup> Em particular, no Relatório de junho de 2020, foi apresentado um cenário com choque de oferta referente a elevação nos preços do petróleo. Nesse cenário, o preço médio do petróleo se elevava em 50% ao longo de cinco trimestres, de cerca de USD40 no terceiro trimestre de 2020 para USD60 no último trimestre de 2021. O efeito máximo desse choque sobre a inflação do IPCA ocorria entre o quarto e o quinto trimestres após o choque, com elevação de 0,9 p.p. da inflação acumulada em quatro trimestres.

O risco ilustrado neste cenário se materializou de maneira mais rápida e intensa que a hipótese utilizada no cenário, uma vez que o preço médio trimestral do petróleo se elevou em cerca de 64% ao longo de três trimestres, de USD44 no último trimestre de 2020 para USD73 no terceiro trimestre de 2021<sup>9</sup>. Esse movimento foi um dos fatores de aumento nas projeções para 2021 e demonstra a importância da análise de diversos cenários alternativos que explorem fatores de risco em torno do cenário básico.

## Considerações finais

Desde o Relatório de Inflação de dezembro de 2020, as projeções de inflação para o ano-calendário de 2021 cresceram de forma significativa. Este box procura elucidar os fatores que contribuíram para esse comportamento das projeções do ponto de vista dos modelos macroeconômicos utilizados pelo BCB. Observa-se que choques de custos explicam uma parcela importante dessa elevação das projeções, principalmente os preços de *commodities*, em particular combustíveis, e as bandeiras de energia elétrica. Além disso, as expectativas de inflação também atuaram no sentido de aumentar as projeções, enquanto o hiato do produto contribuiu no sentido oposto e a taxa de câmbio teve um efeito neutro. De modo mais geral, os resultados deste box elucidam o importante papel que os condicionantes desempenham nas projeções.

---

8/ Ver boxes “Cenários alternativos de projeção de inflação: impactos de choques de demanda e de oferta”, do Relatório de Inflação de junho de 2020, “Cenários alternativos de projeção de inflação: riscos fiscal e de prolongamento dos efeitos da pandemia”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2020, “Cenários alternativos de projeção de inflação: riscos fiscal e de agravamento adicional da pandemia”, do Relatório de Inflação de março de 2021, e “Cenários de risco para as projeções de inflação: política monetária norte-americana e preços de *commodities*”, do Relatório de Inflação de junho de 2021.

9/ Até a data de corte deste Relatório.



# 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 Magalhães Rumenos Guardado**  
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 Magalhães Rumenos Guardado**

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 (Resolução nº 61/2021)

Departamento de Assuntos Internacionais – Derin

**Fabia Aparecida de Carvalho**

Departamento Econômico – Depec

**Ricardo Sabbadini**

Departamento de Estudos e Pesquisas – Depep

**André Minella**

Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban

**Rogério Antônio Lucca**

Departamento de Operações do Mercado Aberto – Demab

**André de Oliveira Amante**

Departamento das Reservas Internacionais – Depin

**Alan da Silva Andrade Mendes**

# Siglas

---

<b>a.a.</b>	Ao ano
<b>ANS</b>	Agência Nacional de Saúde Suplementar
<b>BCB</b>	Banco Central do Brasil
<b>BCE</b>	Banco Central Europeu
<b>BEm</b>	Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>Caged</b>	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>CEF</b>	Caixa Econômica Federal
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNI</b>	Confederação Nacional da Indústria
<b>Cofins</b>	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
<b>Copom</b>	Comitê de Política Monetária
<b>Covid-19</b>	Doença Coronavírus
<b>CRB</b>	<i>Commodity Research Bureau</i>
<b>CREG</b>	Câmara de Regras Excepcionais para Gestão Hidroenergética
<b>DBGG</b>	Dívida Bruta do Governo Geral
<b>Depec</b>	Departamento Econômico
<b>Depep</b>	Departamento de Estudos e Pesquisas
<b>Derin</b>	Departamento de Assuntos Internacionais
<b>DLSP</b>	Dívida Líquida do Setor Público
<b>DSTAT</b>	Departamento de Estatísticas
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FGTS</b>	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
<b>FGV</b>	Fundação Getúlio Vargas
<b>Fipe</b>	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
<b>FOMC</b>	Comitê Federal de Mercado Aberto
<b>GLP</b>	Gás Liquefeito de Petróleo
<b>IBC-Br</b>	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
<b>IBGE</b>	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<b>IC-Br</b>	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
<b>ICF</b>	Indicador de Condições Financeiras
<b>ICMS</b>	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
<b>IDP</b>	Investimentos Diretos no País
<b>INPC</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
<b>IPA</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IS</b>	<i>Investment-saving</i>
<b>ITCC</b>	Insumos típicos da construção civil
<b>MBS</b>	Ativos Lastreados em Hipotecas
<b>ME</b>	Ministério da Economia
<b>Mediador</b>	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho

<b>Novo Caged</b>	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>p.p.</b>	Pontos percentuais
<b>PEMER</b>	Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda
<b>PEPP</b>	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>
<b>PF</b>	Pessoa física
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PIS</b>	Programa de Integração Social
<b>PJ</b>	Pessoa jurídica
<b>PMC</b>	Pesquisa Mensal do Comércio
<b>PMS</b>	Pesquisa Mensal de Serviços
<b>PNAD Contínua</b>	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
<b>PPC</b>	Paridade do Poder de Compra
<b>Pronampe</b>	Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
<b>QPC</b>	Questionário Pré-Copom
<b>Repetro</b>	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
<b>RI</b>	Relatório de Inflação
<b>SCR</b>	Sistema de Informações de Crédito
<b>Secex</b>	Secretaria de Comércio Exterior
<b>Selic</b>	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
<b>SFN</b>	Sistema Financeiro Nacional
<b>Sped</b>	Sistema Público de Escrituração Digital
<b>TRU</b>	Tabelas de Recursos e Usos