

ISSN 1517-6576

# Relatório de Inflação

Volume 24 | Número 1 | Março 2022



# Relatório de Inflação

Volume 24 | Número 1 | Março 2022

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 24, nº 1.

## 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 de referência, 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 25 de março de 2022, após a publicação deste Relatório, o Gráfico 1.1.13 – IPC, energia, países emergentes foi substituído, tendo em vista que as séries não correspondiam à inflação de energia. Originalmente, o gráfico continha dados dos índices de IPC, ex-alimentos e energia para os países, enquanto o título se referia à inflação de energia.

# 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	21
Crédito	23
Fiscal	26
Externo	28
Preços	30
<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
Determinantes da inflação	67
Projeções de inflação	70
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	73
<b>Boxes</b>	
Evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo	35
Choques de oferta, preços e consumo	39
Revisão da projeção do PIB para 2022	42
Situação do mercado de trabalho segundo indicadores alternativos	45
Projeção para a evolução do crédito em 2022	50
Dinâmica das importações em 2021 e descolamento da atividade econômica	52
Projeções para as contas externas de 2022	56
Repasse do preço do petróleo em reais para a inflação e mensuração de riscos	58
Decomposição da inflação de 2021	77
<b>Apêndice</b>	<b>81</b>



## Sumário executivo

---

No cenário externo, o ambiente se deteriorou substancialmente. O conflito entre Rússia e Ucrânia levou a um aperto significativo das condições financeiras e aumento da incerteza em torno do cenário econômico mundial. Em particular, o choque de oferta decorrente do conflito tem o potencial de exacerbar as pressões inflacionárias que já vinham se acumulando tanto em economias emergentes quanto avançadas.

Em relação à atividade econômica brasileira, a divulgação do Produto Interno Bruto (PIB) do quarto trimestre de 2021 apontou crescimento acima do esperado. Apesar de indicadores mensais mostrarem recuo da atividade em janeiro, espera-se recuperação em fevereiro e março com a melhora da pandemia. A surpresa observada no PIB do quarto trimestre e o resultado esperado para o primeiro trimestre favorecem a projeção de crescimento no ano. Adicionalmente, mantém-se perspectiva favorável para alguns setores específicos, como a agropecuária e as atividades econômicas que ainda estão em processo de recuperação dos impactos negativos da pandemia.

Em sentido oposto, as informações disponíveis sugerem que a escassez de matéria-prima ainda é um fator limitante para a indústria e que a recomposição de estoques não deve contribuir significativamente para a demanda do setor em 2022. O risco fiscal elevado e o processo de aperto monetário em curso continuam impactando as condições financeiras atuais e, conseqüentemente, a atividade econômica corrente e futura. O elevado nível corrente de incerteza econômica doméstica atua na mesma direção. A elevação dos preços de *commodities* e dos preços de produtos importados – especialmente desde a escalada do conflito entre Rússia e Ucrânia –, embora atenuada pela recente apreciação do real, pode ser considerada um novo choque de oferta do ponto de vista da economia doméstica, com impacto altista sobre a inflação e negativo sobre a atividade econômica no curto prazo.

Nesse contexto, a projeção de crescimento para o PIB em 2022 foi mantida em 1,0%.

A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, e mais persistente que o antecipado. No trimestre encerrado em fevereiro, a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) revelou-se 0,83 p.p. maior que o esperado pelo Comitê de Política Monetária (Copom) em seu cenário de referência de dezembro. Parte significativa da surpresa inflacionária no trimestre está relacionada a componentes mais voláteis, em especial aos preços de combustíveis e de alimentos, mas também houve surpresa em itens associados à inflação subjacente. As diversas medidas de inflação subjacente permanecem acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação.

As expectativas de variação do IPCA apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 6,4% e 3,7%, respectivamente.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário de referência, com trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio partindo de USD/BRL 5,05, e evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC), as projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 7,1% para 2022 e 3,4% para 2023. Esse cenário supõe trajetória de juros que se eleva para 12,75% a.a. em 2022 e reduz-se para 8,75% a.a. em 2023.

Diante da volatilidade recente e do impacto sobre as projeções de inflação de sua hipótese usual para o preço do petróleo em USD, o Comitê decidiu adotar também, neste momento, um cenário alternativo. Nesse cenário, considerado de maior probabilidade, adota-se a premissa na qual o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado até o fim de 2022, terminando o ano em USD100/barril e passando a aumentar 2% ao ano a partir de janeiro de 2023. Nesse cenário, as projeções de inflação do Copom situam-se em 6,3% para 2022 e 3,1% para 2023.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 245ª reunião do Copom, realizada em 15 e 16.3.2022. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 11.3.2022, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (245ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 11,75% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete a incerteza ao redor de seus cenários e um balanço de riscos com variância ainda maior do que a usual para a inflação prospectiva, e é compatível com a convergência da inflação para as metas ao longo do horizonte relevante, que inclui os anos-calendário de 2022 e, principalmente, 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.

O Copom considera que, diante de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário continue avançando significativamente em território ainda mais contracionista.

A atuação do Comitê visa combater os impactos secundários do atual choque de oferta em diversas *commodities*, que se manifestam de maneira defasada na inflação. As atuais projeções indicam que o ciclo de juros nos cenários avaliados é suficiente para a convergência da inflação para patamar em torno da meta ao longo do horizonte relevante. O Copom avalia que o momento exige serenidade para avaliação da extensão e duração dos atuais choques. Caso esses se provem mais persistentes ou maiores que o antecipado, o Comitê estará pronto para ajustar o tamanho do ciclo de aperto monetário. O Comitê enfatiza que irá perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

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 a convergência da inflação para suas metas, 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 (RI) 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.

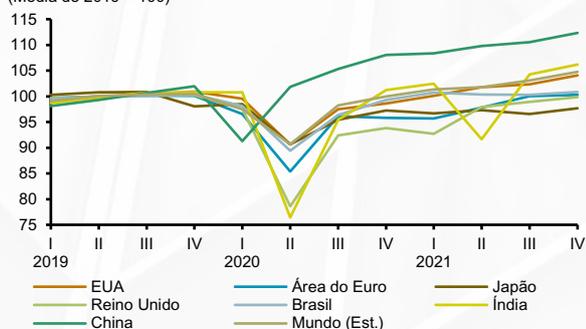
A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado 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 economia global prosseguia até fim de fevereiro em trajetória de recuperação, ainda que com dispersão regional, entre países e entre setores da atividade. Apesar de mais transmissível, a nova variante Ômicron da Covid-19, descoberta em novembro de 2021, tem impactado as economias em menor intensidade do que o inicialmente previsto quando do seu surgimento. Apesar disso, a evolução da pandemia da Covid-19 continua sendo fator de risco relevante no cenário prospectivo para a economia mundial. O aparecimento de novas variantes, a efetividade da imunização da população, medidas de restrição à mobilidade e o distanciamento social ainda são fatores determinantes para o crescimento econômico e a inflação no mundo.

**Gráfico 1.1.1 – PIB<sup>1</sup>**

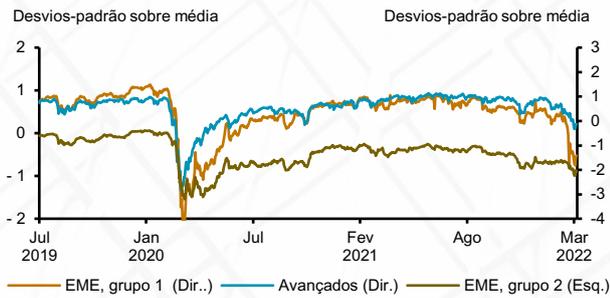
(Média de 2019 = 100)



Fontes: Bloomberg e BCB

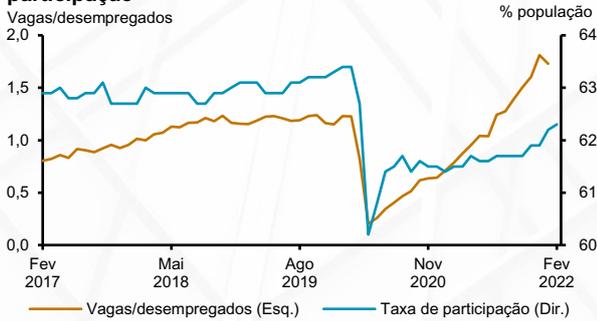
1/ Séries a preços constantes, com ajuste sazonal.

**Gráfico 1.1.2 – Apetite a riscos**



Grupo 1: Chile, Indonésia, Malásia e Rússia; Grupo 2: África do Sul, Brasil, Colômbia, Índia, México e Turquia. Sobre a metodologia, vide boxe ao Relatório de Inflação de dez/2020.  
Fontes: Bloomberg; Fed St. Louis; Refinitiv; BCB

**Gráfico 1.1.3 – EUA – Ofertas de emprego e taxa de participação**



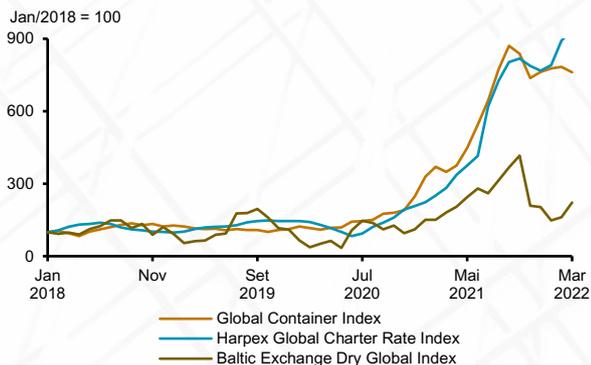
Fonte: Bloomberg

Nas últimas semanas a tensão geopolítica entre a Rússia e a Ucrânia se agravou, levando diversos países a adotarem sanções econômicas e financeiras à Rússia. Embora seja difícil projetar os próximos desenvolvimentos, o conflito armado aumentou a aversão global ao risco, elevando, conseqüentemente, os prêmios embutidos nos preços dos ativos financeiros, e deve impactar severamente a economia russa e seus principais parceiros comerciais. Esse cenário traz pressão adicional aos preços das *commodities* em que a Rússia e a Ucrânia são relevantes na oferta global, como trigo, milho, petróleo, gás natural, *commodities* metálicas, e fertilizantes, dentre outros.

Nos Estados Unidos da América (EUA), a recuperação econômica segue consistente. Os gastos de consumo e de investimentos têm crescido em ritmo irregular, ainda afetados pela variante Ômicron da Covid-19, pelo término de transferências de rendas às famílias, pelos efeitos da inflação, e pelo aumento das taxas de juros longas, que pressionam as condições de financiamento das famílias e empresas não financeiras. O mercado de trabalho segue aquecido, principalmente no setor de serviços. O número de empregados tem aumentado paulatinamente, com a taxa de desemprego atingindo 3,8% em fevereiro/2022. A taxa de participação evoluiu de forma positiva, mas segue abaixo do período pré-Covid, refletindo em alguma medida a dificuldade de trabalhadores em retornar ao mercado de trabalho diante da pandemia e a aceleração no ritmo de aposentadorias observado durante a crise de Covid-19. O aumento do ritmo de contratações combinado à oferta de mão de obra em níveis ainda abaixo do pré-pandemia continuam gerando dificuldades de contratações em alguns setores e aumento de pressões salariais, o que pode exercer pressão adicional sobre os preços ao consumidor.

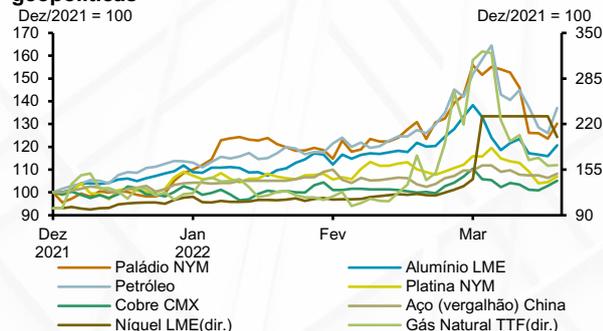
Na Área do Euro, os dados de atividade, em geral, estavam positivos até o início do conflito na Ucrânia. A recuperação ao longo de 2021 e primeiro bimestre de 2022 foi estimulada pela reabertura do setor de serviços, pela recuperação da confiança dos consumidores, pela alta da formação bruta de capital e pela continuidade de estímulos fiscais. Algumas economias específicas foram impactadas no último trimestre de 2021 por medidas que restringiram a mobilidade para conter a propagação da Covid-19, mas esse efeito foi temporário. A indústria de transformação, embora seguindo com desempenho em geral positivo, continua sendo impactada pela restrição de materiais, de equipamentos e de mão de

**Gráfico 1.1.4 – Frete marítimo: 2019-2021¹**



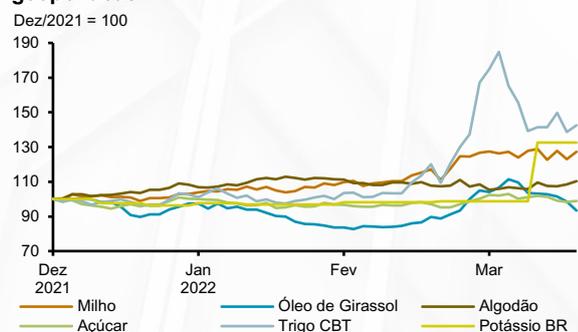
Fonte: Refinitiv

**Gráfico 1.1.5 – Commodities relacionadas às tensões geopolíticas**



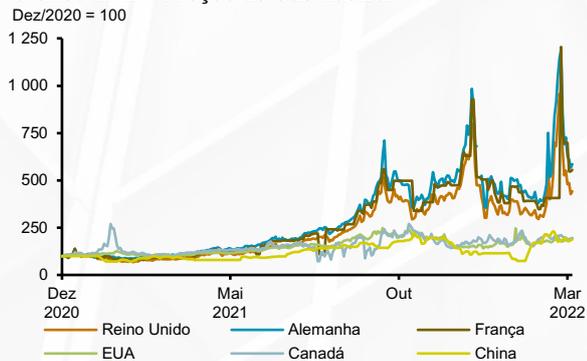
Até 17/mar.  
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 1.1.6 – Commodities relacionadas às tensões geopolíticas**



Até 17/mar.  
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 1.1.7 – Preços de Gás Natural**



Até 17/mar.  
Fonte: Bloomberg

obra qualificada em alguns setores, especialmente aqueles mais intensivos em tecnologia.

Na China, a atividade econômica prosseguiu em desaceleração no 4º trimestre, reflexo de uma combinação de fatores. As restrições associadas a nova onda de infecções por Covid-19 (“zero-covid policy”) impactaram o já enfraquecido consumo privado. Além disso, foram também determinantes as medidas de desalavancagem do setor imobiliário, que levaram a quedas nas vendas e condições de financiamento mais restritivas para as incorporadoras, a escassez na oferta de energia, com interrupções seletivas de atividades em cumprimento a metas de redução de emissão de poluentes, e o aperto regulatório em alguns segmentos, como o de *big-techs*. Apesar disso, o PIB da China encerrou 2021 com expansão de 8,1%, maior taxa desde 2011. Para 2022, o governo fixou meta de crescimento próximo a 5,5%. No 1º bimestre deste ano, os dados de atividade vieram acima das expectativas, possivelmente já refletindo o impulso fiscal dado nesse período. Ao longo do ano, medidas adicionais de estímulo fiscal devem trazer suporte para a atividade.

Apesar de alguns sinais tentativos de melhora, as cadeias globais de fornecimento continuam pressionadas diante da dificuldade da oferta de alguns setores em responder de forma tempestiva ao aumento da demanda neste período pós-pandemia. Com a nova variante da Covid-19, mais contagiosa que as anteriores, a oferta de mão de obra se reduziu em diversos países no final de 2021 e nas primeiras semanas de 2022, dificultando ainda mais a normalização das cadeias de fornecimento. A escalada da guerra entre Rússia e Ucrânia e as sanções aplicadas tendem a impactar a logística e o comércio da região, com possíveis efeitos globais relevantes.

Os preços de insumos energéticos continuam muito pressionados e com alta volatilidade, situação agravada pelo conflito armado entre Rússia e Ucrânia. No mercado de gás natural, os preços tiveram forte elevação em razão dos riscos de possíveis desequilíbrios no suprimento da *commodity*, especialmente para países europeus. A possibilidade de sanções à exportação de gás natural da Rússia deve manter a pressão sobre os preços enquanto a oferta de outros fornecedores não for suficiente para atender à demanda das diversas regiões do mundo. Esse problema se agrava na Europa, dada a maior dependência do continente ao suprimento russo. No mercado de petróleo, fatores diretamente

**Tabela 1.1.1 – Variação dos preços de commodities relacionadas às tensões geopolíticas**

Variação em 12 meses

Produto	Variação %
Níquel	162,9
Paládio	-6,4
Gás natural	477,7
Brent	67,3
Cobre	14,2
Alumínio	53,8
Aço – China	4,3
Platina NYM	-14,5
Potássio BR	233,3
Milho	37,1
Trigo	70,9
Óleo de Girassol	17,2
Açúcar	17,7
Algodão	52,1

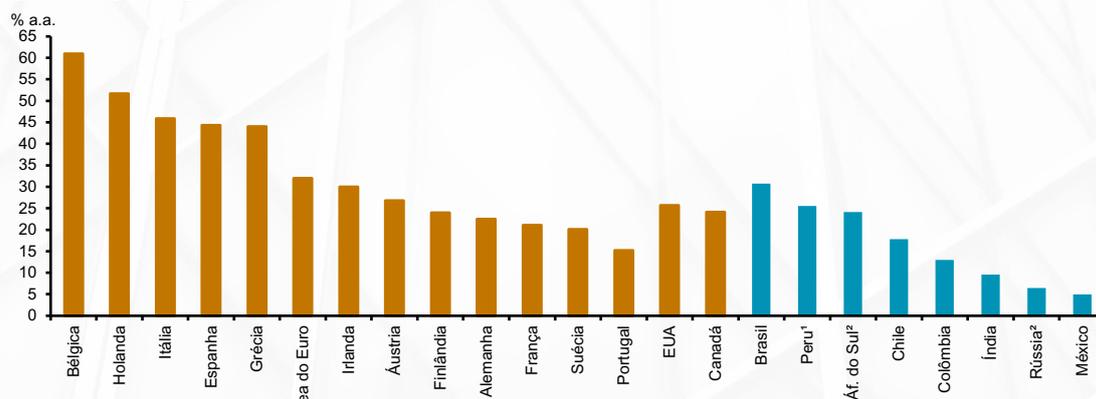
Fonte: Bloomberg

Até 17 de março.

relacionados aos fundamentos do mercado, como o *deficit* de oferta resultante dos cortes de produção dos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados (Opep+), os baixos níveis dos estoques, a baixa oferta americana e a recuperação da demanda global, que já se encontra em patamares acima do pré-Covid, mantêm pressão sobre os preços. Além disso, os preços têm sido pressionados pelo ambiente inflacionário global e, mais recentemente, pelos desdobramentos do conflito entre Rússia e Ucrânia. No mercado de carvão, o preço vinha pressionado por interrupções no suprimento da Austrália e Indonésia, além de reduções, mesmo que temporárias, na produção da China e da Índia, importantes consumidores globais da *commodity*. Além desses fatores, o preço tem se elevado pelo aumento do uso da *commodity* na geração de energia. Além das *commodities* energéticas, algumas *commodities* agrícolas como o trigo, o milho e os fertilizantes têm sido afetados pelas tensões geopolíticas dada a relevância da Rússia e Ucrânia nas exportações globais desses produtos.

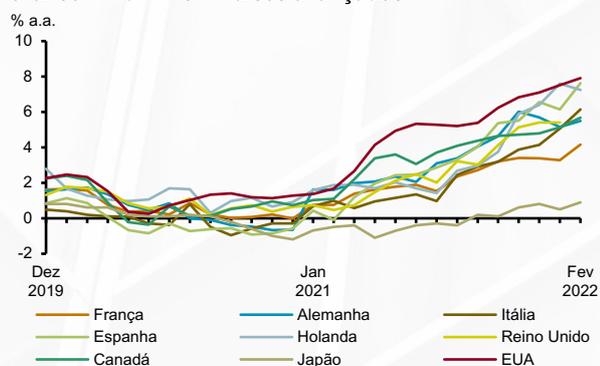
**Gráfico 1.1.8 – IPC energia**

Até fevereiro de 2022



Fontes: Bloomberg, Refinitiv, bancos centrais, órgãos estatísticos  
1/ Dezembro de 2021.  
2/ Janeiro de 2022.

**Gráfico 1.1.9 – IPC – Países avançados**

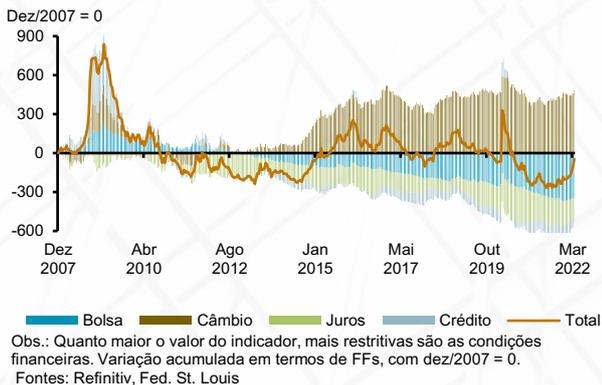


Fonte: Bloomberg

Em economias avançadas, a inflação continua se elevando, atingindo, em quase todos os países, os maiores patamares em décadas. Nos EUA, a taxa de inflação segue em nível historicamente elevado, tendo atingido 6,1%<sup>1</sup> em janeiro, valor muito acima da meta de 2% e a maior variação desde fevereiro de 1982. Na área do euro, a inflação ao consumidor harmonizada (HICP) atingiu 5,8% em fevereiro de acordo com estimativas preliminares, patamar mais alto desde a união monetária. A persistência de gargalos nas cadeias produtivas, o prolongamento dos efeitos da reabertura da economia e a alta dos

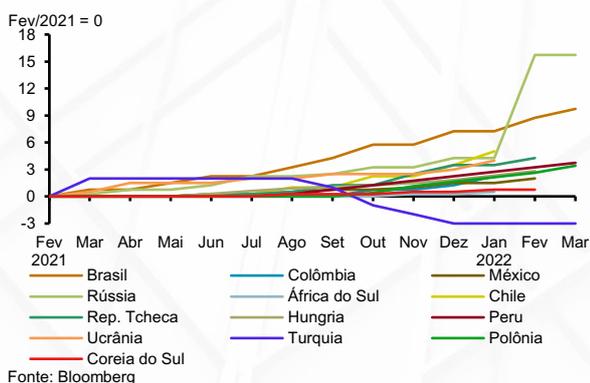
1/ Valor referente ao Personal Consumption Expenditures Price Index (PCE-deflator), indicador de inflação utilizado como métrica pelo *Federal Reserve* para aferição do cumprimento da meta de inflação.

**Gráfico 1.1.10 – EUA: condições financeiras**



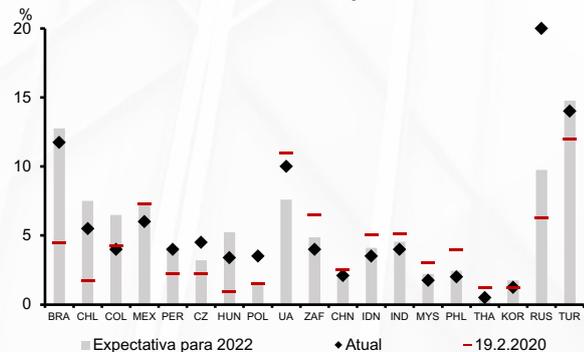
preços das *commodities* (especialmente energia) agravada pelo conflito no leste da Europa devem contribuir para que a inflação global siga elevada no curto e médio prazo. A persistência das pressões inflacionárias é um elemento de risco para o cenário prospectivo da política monetária dos países avançados em geral, em meio a um ambiente de maior incerteza geopolítica e, particularmente no caso da Europa, com riscos de desaceleração abrupta da atividade econômica.

**Gráfico 1.1.11 – Var. de taxa de juros desde fev/2021**



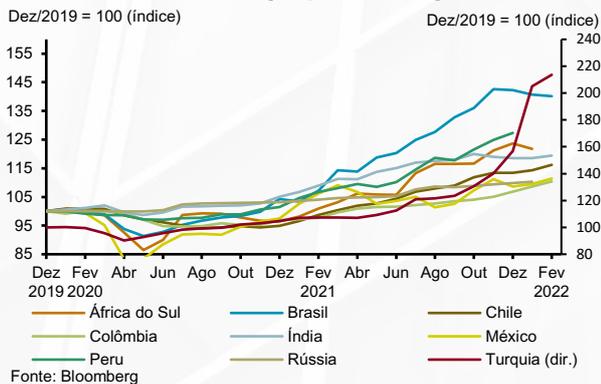
Em diversos países avançados, os bancos centrais sinalizaram aceleração do processo de normalização de política monetária a partir do começo de 2022. O Banco Central americano deve prosseguir com o ciclo de aperto monetário iniciado em março e sinalizou que deve começar a reduzir o volume de ativos detidos em seu balanço ainda em 2022. A mediana das expectativas dos membros do Fomc, divulgadas na reunião de março, é de altas acumuladas de 175 p.b. em 2022 e de 275 p.b. no acumulado até 2023.

**Gráfico 1.1.12 – Taxas básicas de juros**



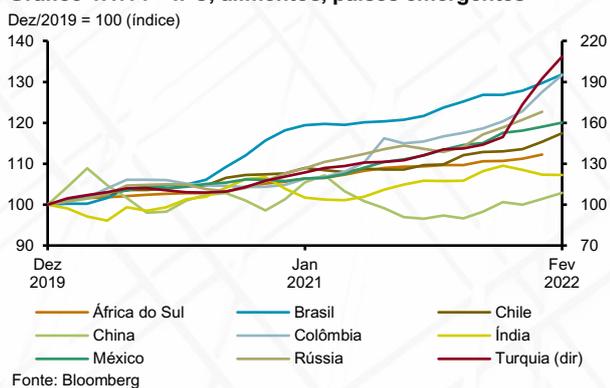
A recuperação econômica das economias emergentes segue diferentes cenários regionais e intra-regionais, o que pode ganhar novos contornos com as tensões geopolíticas no leste europeu. As economias emergentes dessa região devem ser mais severamente afetadas do que as latino-americanas, que possuem poucos laços econômicos e financeiros com as nações envolvidas no conflito. Os preços mais elevados de diversas *commodities* podem, por outro lado, beneficiar economias produtoras e afetar negativamente as importadoras. De qualquer modo, as economias emergentes seguem, em geral, mais vulneráveis às alterações das condições financeiras globais, que, desde o fim de 2021, vêm se tornando mais restritivas, e seguem permeadas por elevado grau de incerteza.

**Gráfico 1.1.13 – IPC, energia, países emergentes**

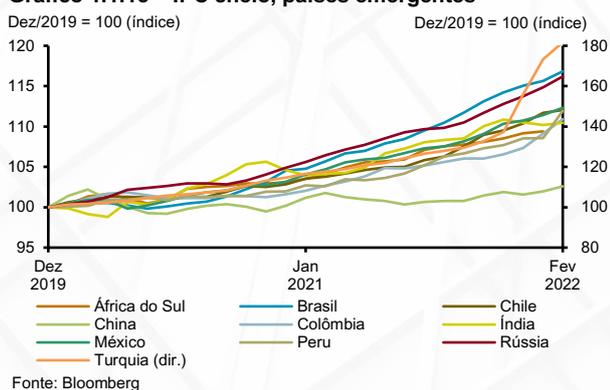


As taxas de inflação ao consumidor nesses países devem continuar pressionadas pela renovada alta dos preços de *commodities*, elevação dos custos de transporte internacional e rupturas nas cadeias de oferta de insumos. A progressiva redução das restrições à mobilidade e ao funcionamento de alguns setores de serviços em diversos emergentes também deve contribuir positivamente para os índices de inflação cheios e nos núcleos. As expectativas de inflação para o ano de 2022 continuaram a subir, em geral, nas principais economias latino-americanas, assim como as expectativas para as taxas básicas de juros. Nas economias emergentes do leste europeu, o cenário para inflação se tornou mais desafiador e

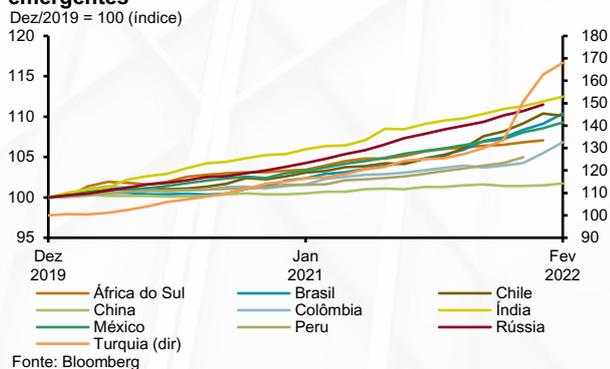
**Gráfico 1.1.14 – IPC, alimentos, países emergentes**



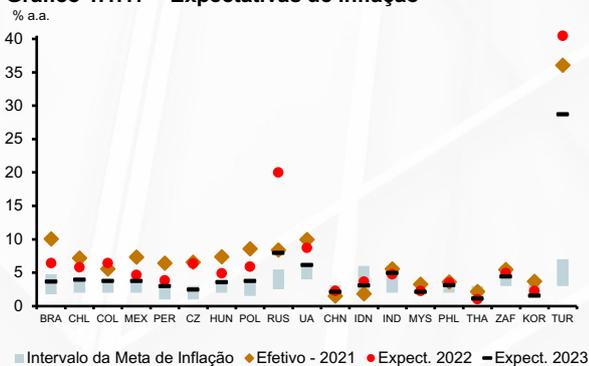
**Gráfico 1.1.15 – IPC cheio, países emergentes**



**Gráfico 1.1.16 – IPC, ex alimentos e energia, países emergentes**



**Gráfico 1.1.17 – Expectativas de inflação**



altamente incerto, com possibilidade de aceleração expressiva dos preços nos próximos trimestres.

Em síntese, desde o último Relatório de Inflação, a recuperação da economia global observada ao longo de 2021 prosseguiu, porém sujeita a descontinuidades, com grande dispersão setorial e regional, além de alta volatilidade. As taxas de inflação ao consumidor em economias emergentes e avançadas continuam refletindo pressões vindas da dinâmica dos preços de *commodities*, dos problemas nas cadeias de suprimentos, do realinhamento de preços relativos e da normalização da atividade nos setores mais afetados pela pandemia. Em consequência, as expectativas de inflação têm se elevado, especialmente para horizontes de curto e médio prazo. Os Bancos Centrais têm reagido a essa deterioração no cenário inflacionário com elevações nas taxas de juros e ajustes nas políticas acomodáticas não convencionais.

O cenário externo prospectivo prossegue com elevado grau de incerteza. Apesar da nova variante Ômicron da Covid-19 ter tido impacto econômico menor que o esperado, o aumento das tensões geopolíticas no leste da Europa traz um fator de risco importante ao cenário para a atividade global, a estabilidade financeira e principalmente a inflação. Com a persistência da alta recente da inflação e o início do processo de normalização das condições monetárias nos principais países avançados, principalmente nos Estados Unidos, outro risco relevante vindo do cenário externo é o de um aperto abrupto das condições monetárias globais e de materialização de cenários extremos de reprecificação de ativos financeiros globais. Com isso, o apetite por ativos de maior risco pode se reduzir, especialmente daqueles países emergentes 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

No ano de 2021 a economia brasileira cresceu 4,6% após retração de 3,9% em 2020. Considerada a data de corte do RI de dezembro, o resultado do PIB no ano veio acima da projeção do BC (4,4%) e abaixo da mediana do relatório Focus (4,7%). Parcela relevante

**Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto**

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior  
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %							
	2020				2021			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB a preços de mercado	-2,2	-8,9	7,8	3,0	1,4	-0,3	-0,1	0,5
Agropecuária	1,0	1,9	0,9	-1,9	4,3	-2,8	-7,4	5,8
Indústria	-1,8	-11,2	14,1	1,4	0,9	-0,8	-0,1	-1,2
Serviços	-1,7	-8,9	6,3	3,0	0,8	0,6	1,2	0,5
Consumo das famílias	-2,2	-10,3	7,2	2,9	0,5	-0,2	1,0	0,7
Consumo do governo	0,1	-8,0	3,4	1,5	-0,2	1,1	1,1	0,8
FBCF	3,4	-14,6	10,6	15,9	7,5	-3,8	-0,6	0,4
Exportação	-3,5	1,7	-1,1	-1,4	3,3	13,7	-9,8	-2,4
Importação	-2,3	-10,5	-6,5	18,2	9,6	-0,9	-5,1	0,5
PIB – ajuste saz. alternativo	-1,4	-10,2	8,3	3,3	0,9	-0,5	0,3	0,9

Fonte: IBGE e BCB

**Tabela 1.2.2 – Produto Interno Bruto**

Variação anual

Discriminação	Variação %				
	2017	2018	2019	2020	2021
PIB a preços de mercado	1,3	1,8	1,2	-3,9	4,6
Agropecuária	14,2	1,3	0,4	3,8	-0,2
Indústria	-0,5	0,7	-0,7	-3,4	4,5
Serviços	0,8	2,1	1,5	-4,3	4,7
Consumo das famílias	2,0	2,4	2,6	-5,4	3,6
Consumo do governo	-0,7	0,8	-0,5	-4,5	2,0
FBCF	-2,6	5,2	4,0	-0,5	17,2
Exportação	4,9	4,1	-2,6	-1,8	5,8
Importação	6,7	7,7	1,3	-9,8	12,4

Fonte: IBGE

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

2014 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

da alta anual repercutiu o carregamento estatístico ao final de 2020, de 3,6%. Pela ótica do valor adicionado, a expansão anual refletiu altas de magnitudes semelhantes na indústria e em serviços, após recuos em 2020, e queda modesta na agropecuária. Todos os componentes da demanda final diminuíram em 2020 e cresceram em 2021. A formação bruta de capital fixo (FBCF) e as importações em 2021 tiveram elevações substanciais, mesmo se desconsiderado o efeito de operações no âmbito do 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 (Repetro). Já o crescimento das exportações em 2021 refletiu principalmente a alta nas vendas externas de bens manufaturados e de serviços.

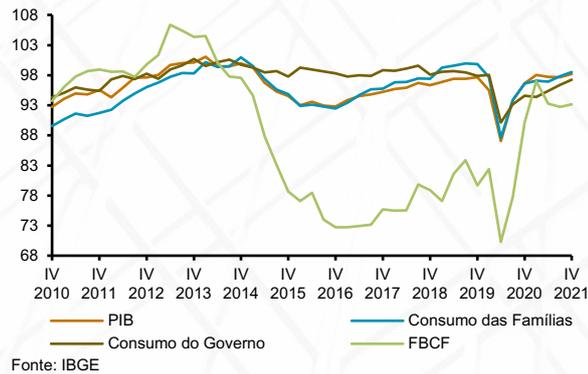
O PIB cresceu 0,5% no quarto trimestre de 2021 em relação ao trimestre anterior, quando havia recuado 0,1%. Após o crescimento substancial de 1,4% no primeiro trimestre, influenciado pelo resultado do setor agropecuário, e o recuo de 0,3% no segundo trimestre, afetado pelo agravamento da crise sanitária em março e abril, a atividade econômica acumulou alta de 0,5% no segundo semestre. Dessa forma, o nível do PIB no último trimestre de 2021 situa-se 0,5% acima do nível pré-pandemia e 2,8% abaixo do máximo histórico, ocorrido no primeiro trimestre de 2014.

Entre os grandes setores, a alta do PIB no quarto trimestre decorre de recuo da indústria e expansão dos serviços e da agropecuária. Na agropecuária, o crescimento de 5,8% é uma recuperação parcial do recuo acumulado de 10,0% nos dois trimestres anteriores, quando se deu o auge dos impactos climáticos, particularmente sobre as safras de milho, cana-de-açúcar e café. A expansão dos serviços foi disseminada entre as atividades do setor (apenas duas das sete atividades recuaram), com destaque para serviços de informação; transporte, armazenagem e correio; e outros serviços. Com o crescimento de 0,5% no trimestre, o sexto consecutivo, o setor de serviços encontra-se 1,2% acima do patamar pré-pandemia. “Outros serviços” e serviços ofertados pelo governo<sup>2</sup>, que estiveram entre os mais afetados pela pandemia, ainda estão abaixo do patamar do último trimestre de 2019, -1,4% e -1,7% respectivamente. No setor industrial, que contraiu 1,2% no quarto trimestre e voltou a ficar 0,4% abaixo do patamar pré-pandemia, a queda foi disseminada entre as atividades. A exceção

2/ “Outros serviços” englobam atividades como alojamento e alimentação e atividades artísticas e culturais. Serviços ofertados pelo governo referem-se a administração, educação e saúde públicas.

**Gráfico 1.2.2 – Produto Interno Bruto – Demanda**

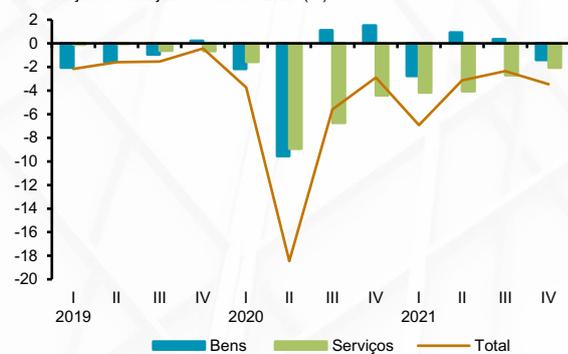
2014 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

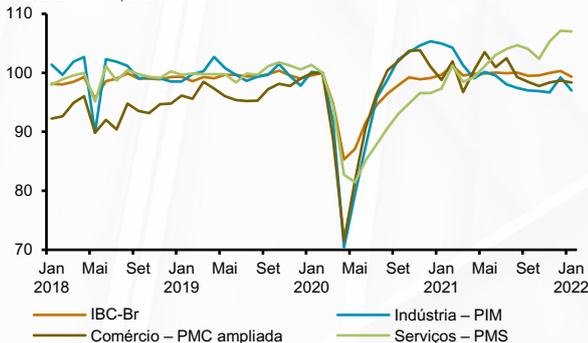
**Gráfico 1.2.3 – Indicador do consumo das famílias**

Contribuição – Variação em rel. fev/2020 (%)



**Gráfico 1.2.4 – Indicadores de atividade**

Fev/2020 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BCB

foi a construção, que cresceu 1,5% no trimestre e encontra-se 8,4% acima do nível do final de 2019.

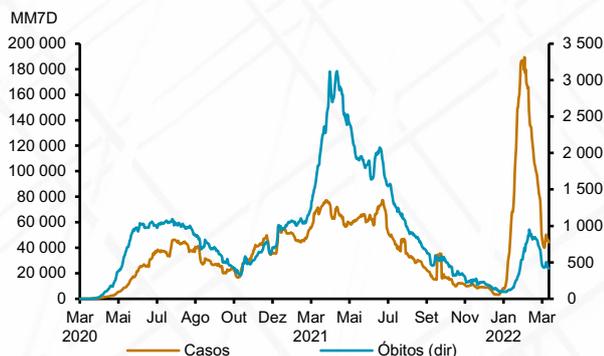
Sob a ótica da demanda final, o consumo do governo apresentou novo avanço, mas ainda se encontra 0,7% abaixo do nível do quarto trimestre de 2019. O consumo das famílias também cresceu no trimestre e está 1,3% abaixo do nível pré-pandemia. Indicador construído com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) e da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS)<sup>3</sup> sugere que, assim como no trimestre anterior, houve expansão do consumo de serviços e queda no de bens. A FBCF cresceu 0,4% no trimestre e está 16,9% acima do nível observado antes da pandemia. Uma discussão mais detalhada sobre esse componente, cujo desempenho tem se destacado, é feita em box neste relatório.<sup>4</sup>

Após crescer em novembro (0,5%) e dezembro (0,3%) – mês em que se observou variação positiva nos indicadores mensais da produção industrial, do comércio varejista e do setor de serviços –, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) diminuiu em janeiro (-1,0%). Parte relevante do crescimento em dezembro e do recuo no mês seguinte está associado ao desempenho da produção industrial, fortemente impactado pelo setor automotivo em particular.<sup>5</sup> Mesmo diante de aumento significativo de casos e óbitos por Covid-19 em janeiro e fevereiro, um risco mencionado no RI anterior, o impacto econômico pareceu limitado. Em comparação ao ocorrido em outros momentos agudos da crise sanitária, não se percebeu resposta substancial da mobilidade.<sup>6</sup> Nesse contexto, apesar da queda disseminada da confiança de empresários e consumidores no mês, o comércio varejista e o volume dos serviços ficaram relativamente estáveis em janeiro. Indicadores coincidentes mais tempestivos<sup>7</sup> trazem sinais mistos para o desempenho da economia em fevereiro e início de março.

Como detalhado em box deste relatório, a projeção de crescimento do PIB em 2022 foi mantida em 1,0%. Ressalta-se que a incerteza ao redor da projeção é maior do que a usual, particularmente em

- 3/ Ver box “Consumo de bens e serviços na pandemia” no Relatório de Inflação de setembro de 2021.
- 4/ Ver box “Evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo”.
- 5/ A expansão da produção de veículos em dezembro e o recuo em janeiro refletem alteração do calendário de férias por diversas montadoras de dezembro para janeiro. A queda da produção em janeiro foi também influenciada, segundo a Anfavea, por elevação no absenteísmo no início do ano em razão de contaminação de trabalhadores pela variante Ômicron da Covid-19.
- 6/ Resultados do box “Intensidade da pandemia e atividade econômica”, publicado no Relatório de Inflação de junho de 2021, sugerem que a relação negativa entre pandemia e atividade econômica se dá pela piora da mobilidade.
- 7/ Entre os indicadores acompanhados estão: índices de confiança, índices de mobilidade, vendas de veículos, produção de veículos, circulação de veículos pesados em rodovias pedagiadas, expedição de papelão ondulado, gastos com cartão de débito.

**Gráfico 1.2.5 – Covid – Casos e óbitos**



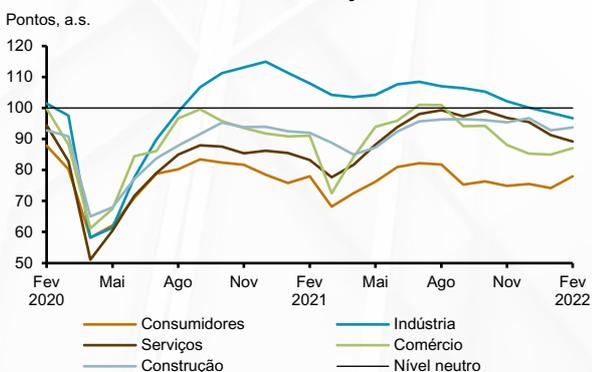
Fonte: Ministério da Saúde – Brasil

**Gráfico 1.2.6 – Google mobility – Varejo e lazer**



Fonte: Google

**Gráfico 1.2.7 – Índices de confiança**



Fonte: FGV

virtude da rápida alteração no cenário global com o recrudescimento das tensões geopolíticas.

A surpresa positiva no PIB do quarto trimestre de 2021 elevou o carregamento estatístico para 2022 e sugere, especialmente quando se analisa a evolução do PIB com o ajuste sazonal alternativo, que a atividade vinha em processo de aceleração ao longo do segundo semestre de 2021.<sup>8</sup> Adicionalmente, continua havendo perspectiva favorável para alguns setores específicos. Mesmo com a piora recente dos prognósticos para a agricultura, a expectativa é que a agropecuária ainda contribua positivamente para o crescimento em 2022. Além disso, as atividades econômicas mais atingidas pela pandemia ainda operam em patamares razoavelmente abaixo do observado no fim de 2019, sugerindo existência de espaço para a recuperação conforme se dissipa o risco sanitário associado à variante Ômicron da Covid-19 e prossegue o processo remanescente de normalização da economia, inclusive a transição do consumo em direção a serviços.

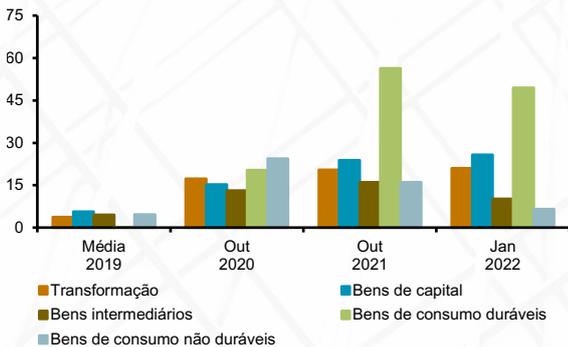
Em sentido oposto, na indústria, até janeiro, continuava elevada a parcela de empresários que citavam a escassez de matéria-prima como um fator limitante ao crescimento da produção. Posterga-se, portanto, a expectativa de efeitos positivos substanciais oriundos da normalização, mesmo que gradual, da cadeia global de insumos industriais. Ainda, dados qualitativos oriundos de sondagens empresariais indicam que os estoques do setor estão mais próximos dos níveis neutros ou adequados do que estiveram no final de 2020, quando vigorava a percepção de estoques insuficientes. Consequentemente, a recomposição de estoques não deve contribuir significativamente para o crescimento do setor em 2022.

O risco fiscal elevado e o processo de aperto monetário em curso, mais intenso do que esperado na época do RI anterior, continuam impactando as condições financeiras atuais e, conseqüentemente, a atividade econômica corrente e futura. O elevado nível corrente de incerteza econômica doméstica atua na mesma direção.

8/ Com ajuste sazonal alternativo, que minimiza a influência do período da pandemia sobre a estimação dos fatores sazonais e de calendário, as variações do primeiro ao quarto trimestre são 0,9%, -0,5%, 0,3% e 0,9%, conforme mostra a Tabela 1. Logo, a economia seria caracterizada por expansão mais robusta no segundo semestre, levando a um carregamento estatístico mais elevado para 2022 (0,7% no ajuste alternativo ante 0,3% no convencional). Mais detalhes sobre essa especificação alternativa para o ajuste sazonal podem ser encontrados no box “Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos” do Relatório de Inflação de junho de 2021.

### Gráfico 1.2.8 – Escassez de matéria prima na indústria

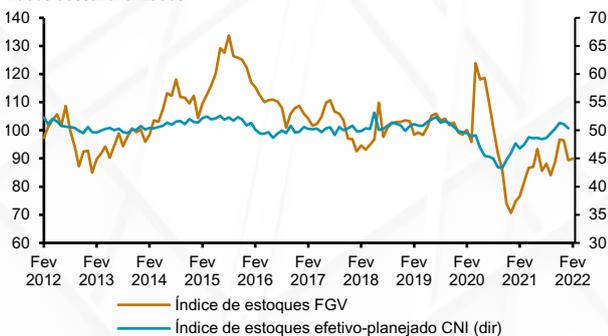
Frequência de menções ao fator limitativo (%)



Fonte: FGV – Sondagem da indústria

### Gráfico 1.2.9 – Indicadores de estoques na indústria de transformação

Dados dessazonalizados



Fontes: CNI e FGV

Ainda, a elevação desde o último RI dos preços de *commodities*<sup>9</sup> – intensificada mais recentemente pela escalada do conflito entre Rússia e Ucrânia e suas possíveis repercussões – e dos preços de produtos importados, embora atenuada pela recente apreciação do real, pode ser considerada um novo choque de oferta do ponto de vista da economia doméstica, com impacto altista sobre a inflação e negativo sobre a atividade econômica. Boxe deste relatório analisa o impacto dos choques de oferta, através de seu efeito na variação do poder de compra das famílias via preços, sobre o consumo no curto prazo. Por outro lado, os preços mais elevados de *commodities* podem aumentar a renda dos setores produtores desses bens, como a agropecuária e a indústria extrativa mineral, e incentivar a expansão de sua oferta, particularmente no médio prazo.

Quanto aos riscos ao redor dessa projeção, desde o RI anterior, a possibilidade de restrições à atividade econômica em razão de limitações no fornecimento de energia elétrica diminuiu novamente com a melhora do cenário hídrico no Sudeste/Centro-Oeste. Por outro lado, a estiagem atual no sul do país, que já afetou a safra de verão de grãos, é um risco para a produção de outros culturas, em particular a segunda safra de milho, que até o momento tem prognósticos positivos. Apesar dos aparentes efeitos econômicos diretos mais limitados do pico de infecções associadas à variante Ômicron, os riscos associados à pandemia continuam sendo monitorados com atenção, mas agora em contexto de alta porcentagem de vacinados na população brasileira. A piora da crise sanitária em outros países pode atrasar a normalização das cadeias globais de produção e logística e, portanto, a recuperação da produção industrial.

Por fim, sobressai-se o risco associado ao aumento substancial das tensões geopolíticas internacionais após o início da guerra entre Rússia e Ucrânia. A reduzida corrente de comércio do Brasil com os países diretamente envolvidos no conflito sugere impacto limitado através desse canal.<sup>10</sup> Entretanto, apesar desta corrente de comércio relativamente modesta, as importações brasileiras de adubos e fertilizantes, especialmente da Rússia, são

9/ Preços de *commodities* e seus impactos na inflação local são discutidos em mais detalhes na seção Preços deste capítulo.

10/ As exportações brasileiras de bens para Rússia, Ucrânia e Belarus representaram 0,7% das exportações do país em 2021, enquanto as importações provenientes desses países responderam por 2,9% do total importado, segundo dados da Secretaria de Comércio Exterior (Secex).

expressivas – em 2021, 23% das importações de adubos e fertilizantes vieram deste país. Assim, disrupções permanentes na oferta destes bens poderiam ter implicações negativas para o plantio agrícola ao longo dos próximos trimestres. Além dos impactos já observados nos preços de diversas *commodities*, há também a possibilidade de: novos aumentos dos preços desses bens em caso de escalada ou prolongamento no conflito; novo atraso na normalização das cadeias globais de produção e logística; alta da aversão ao risco nos mercados financeiros globais com impacto sobre condições financeiras internacionais e locais; e, conseqüentemente, desaceleração da economia mundial maior do que a atualmente esperada.

## Mercado de trabalho

A recuperação do mercado de trabalho continuou no quarto trimestre de 2021, quando ocorreu queda na taxa de desocupação com crescimento da força de trabalho e da população ocupada, segundo os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Destaca-se que a recuperação da população ocupada tem sido disseminada, com avanços nos segmentos formal e, especialmente, no informal, que teve retração mais aguda em 2020 e breve interrupção da retomada em 2021 diante da piora da crise sanitária entre fevereiro e abril.

Essa retomada do mercado de trabalho tem sido defasada em relação aos indicadores de produção e consumo. Enquanto o PIB se aproximou dos níveis observados antes da pandemia no primeiro trimestre de 2021, o mesmo só ocorreu para a taxa de desocupação no último trimestre do ano: na métrica mensalizada<sup>11</sup> e dessazonalizada, a desocupação atingiu 11,6% em dezembro, próximo ao nível dos meses que antecederam a pandemia, e 11,8% na média do último trimestre de 2021.<sup>12</sup>

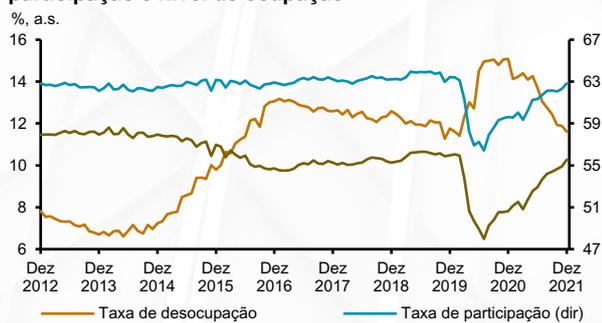
Todavia, tomando-se como referência a evolução da força de trabalho e da população ocupada em relação à população em idade de trabalhar, observa-se que o mercado de trabalho ainda não está em patamar

**Gráfico 1.2.10 – Emprego formal e informal**



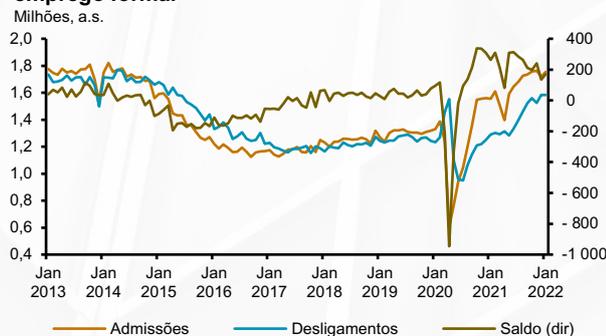
Fontes: IBGE e BCB (mensalização)

**Gráfico 1.2.11 – Taxa de desocupação, taxa de participação e nível de ocupação**



Fontes: IBGE e BCB (mensalização)

**Gráfico 1.2.12 – Admissões, desligamentos e saldo de emprego formal**



Fonte: MTP

11/ Ver boxe “Estimativa para dados “mensalizados” da PNAD Contínua”, do Relatório de Inflação de junho de 2020.

12/ Entretanto, o estoque de empregos formais com carteira assinada no setor privado, de acordo com dados do Novo Caged dessazonalizados pelo BCB, aproximava-se do nível pré-pandemia já no início de 2021. A discrepância entre PNAD Contínua e Novo Caged foram discutidas em edições anteriores do Relatório de Inflação.

**Gráfico 1.2.13 – População ocupada, rendimento médio e massa de rendimentos do trabalho**

Índice fev/2020 = 100, MM3M, a.s.



Fonte: IBGE

**Gráfico 1.2.14 – Rendimento médio efetivo real**

4T2019 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.15 – Renda disponível bruta das famílias**

RNDBF restrita real

R\$ bilhões do 4T2021, MM3M, a.s.



Fontes: IBGE e BCB

equivalente ao do período pré-pandemia. A taxa de participação (razão entre a força de trabalho e a população em idade de trabalhar) e o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar) situaram-se, respectivamente, em 62,4% e 55,0% no último trimestre de 2021, ainda abaixo de seus valores na média do último trimestre de 2019, 63,4% e 56,0% na devida ordem.<sup>13</sup>

Os dados do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), que abrange empregados com carteira de trabalho assinada, corroboram a continuidade da recuperação do mercado de trabalho, disseminada entre as atividades econômicas, no último trimestre de 2021 e em janeiro de 2022. Entretanto, nos meses mais recentes, a geração líquida de vagas formais tem sido menor, conforme as admissões de novos trabalhadores arrefecem e os desligamentos crescem. Essa tendência de acomodação do emprego formal também é observada nos dados da PNAD Contínua na passagem do terceiro para o quarto trimestre do ano passado. Uma análise complementar da evolução recente do mercado de trabalho formal a partir de indicadores alternativos, vários deles mencionados em edições anteriores do RI, está presente em boxe deste relatório.

O rendimento médio real (seja o efetivo ou o habitual), medido pela PNAD Contínua, segue abaixo do registrado no período anterior à crise sanitária e apresentou queda ao longo do segundo semestre do ano passado, período caracterizado por inflação elevada e surpresas inflacionárias, parcialmente associadas a choques de oferta. A mudança na composição da população ocupada, com continuidade do aumento do emprego nas ocupações de menor rendimento relativo, após movimento em direção oposta em 2020, também explica parte dessa trajetória.<sup>14</sup> Todavia, mesmo a série de rendimento real mantida a composição da população ocupada entre as atividades econômicas anterior à pandemia mostra recuo ao longo do segundo semestre e ante período equivalente do ano anterior. No caso dos trabalhadores do mercado privado formal, as convenções coletivas de trabalho (CCT) também sinalizam recuo do salário real nesse período, embora em magnitude menor do que a indicada pelos dados da PNAD Contínua.<sup>15</sup>

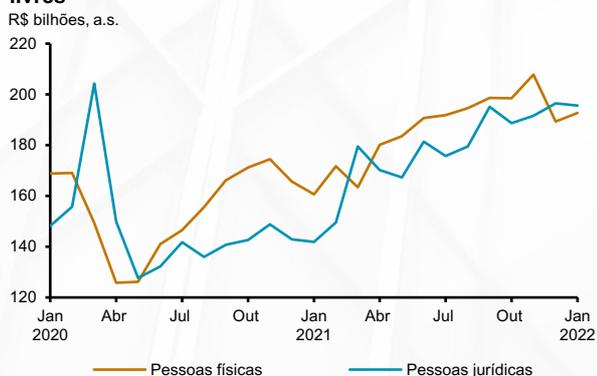
13/ Em particular, convém notar que a taxa de participação imediatamente antes do início da pandemia estava acima de sua média histórica, 62,4% com dados desde 2012, início da PNAD Contínua, mas o nível de ocupação estava próximo à sua média histórica, 55,8%, mas abaixo dos valores observados em seu auge de 2012 a meados de 2014, ao redor de 58%.

14/ Ver boxe “Efeito da composição da população ocupada no rendimento do trabalho” no Relatório de Inflação de setembro de 2021.

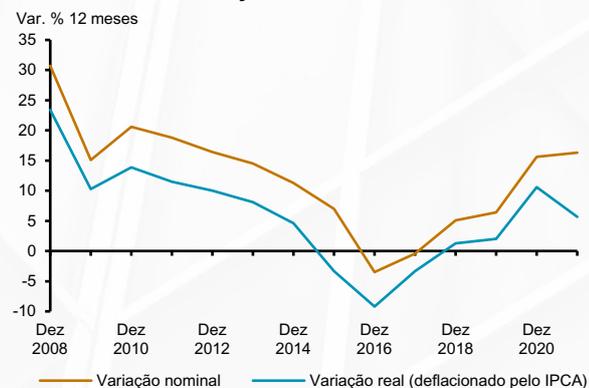
15/ Ver o boxe “Situação do mercado de trabalho segundo indicadores alternativos” neste relatório.

Nesse contexto de recuperação da população ocupada em direção aos níveis do final de 2019 e recuo acentuado do rendimento real, a massa de rendimento do trabalho continua em nível deprimido, cerca de 10% abaixo do nível pré-pandemia, e recuou ao longo do segundo semestre, segundo dados da PNAD Contínua.<sup>16</sup> Como a renda do trabalho é o principal componente da renda das famílias, observa-se recuo também na estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF).<sup>17</sup> Adicionalmente, essa medida de renda é influenciada pela diminuição das transferências extraordinárias dos governos às famílias entre 2020 e 2021 e por mudanças nos calendários de pagamentos de transferências de renda como o 13º salário a aposentados e pensionistas do Regime Geral de Previdência Social (antecipado para o primeiro semestre de 2021) e o abono salarial (postergado para 2022). Tais mudanças em componentes da RNDBF que tinham sazonalidade marcante magnificaram a queda dessa variável nos últimos meses de 2021.

**Gráfico 1.2.16 – Concessão de crédito com recursos livres**



**Gráfico 1.2.17 – Evolução do saldo do crédito do SFN**



## Crédito

Em 2021 houve novamente forte expansão do crédito, porém, diferentemente do registrado em 2020, impulsionada pelo segmento de pessoas físicas. O volume de concessões para as famílias registrou a maior variação anual da série iniciada em 2011 (22,7%), em contexto de retomada da atividade econômica e do consumo e de melhora no mercado de trabalho. Já a contratação de crédito pelas empresas cresceu em ritmo menor (13,4%), concentrada no segmento livre, uma vez que, com o fim dos programas emergenciais, houve diminuição significativa nas concessões do crédito direcionado.

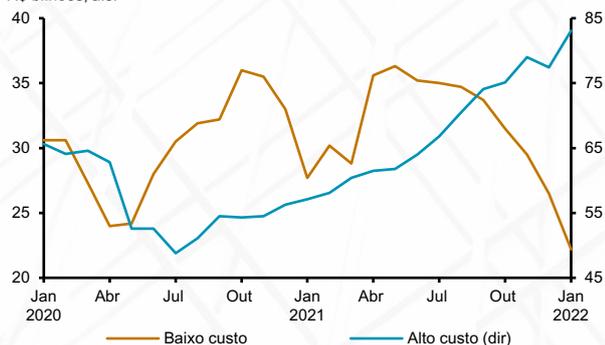
Com o crescimento das concessões, o saldo das operações de crédito aumentou 16,3% em 2021, acima da variação registrada em 2020 (15,6%) – ano marcado pela criação de diversos programas emergenciais de crédito. Esse crescimento foi disseminado em todos os segmentos, à exceção do crédito direcionado às empresas. Mesmo em termos reais, o crescimento foi forte (5,7%) – abaixo do registrado no ano passado (10,6%), mas a maior variação desde 2013. Nesse contexto, no

16/ Algumas variáveis apresentadas no boxe "Situação do mercado de trabalho segundo indicadores alternativos" indicam que a massa salarial do segmento formal do mercado de trabalho pode estar em situação melhor do que a sugerida pela PNAD Contínua.

17/ Ver boxe "Estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias" no Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

**Gráfico 1.2.18 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas**

R\$ bilhões, a.s.

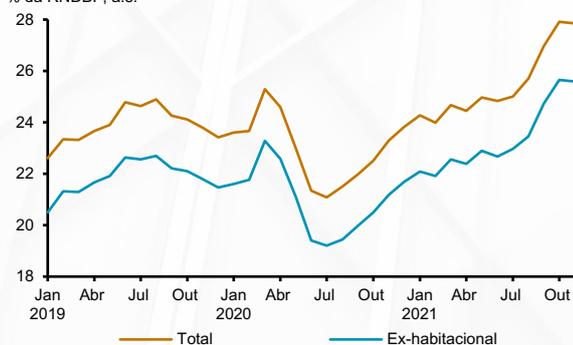


final de 2021 o crédito do sistema financeiro como porcentagem do PIB igualou o maior valor da série (53,9%), registrado anteriormente em dezembro de 2015. Em relação ao pico anterior, os empréstimos às famílias ganharam participação (58%, ante 47% em 2015). Em sentido oposto, houve redução significativa na participação dos financiamentos às empresas, em particular daqueles com origem no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Os dados referentes aos últimos meses têm sinalizado acomodação nas concessões de crédito às famílias, com piora na sua composição. No crédito livre, há contração nas modalidades de custo mais baixo, principalmente no crédito consignado e no financiamento de veículos. Em sentido oposto, observa-se aumento nas concessões das linhas emergenciais, de custo elevado, como cartão de crédito rotativo e cheque especial, desde meados de 2021. No crédito direcionado, o fluxo de novas operações às famílias permaneceu relativamente estável no trimestre encerrado em janeiro, ainda em patamar elevado.

**Gráfico 1.2.19 – Comprometimento de renda das famílias – Serviço da dívida**

% da RNDBF, a.s.

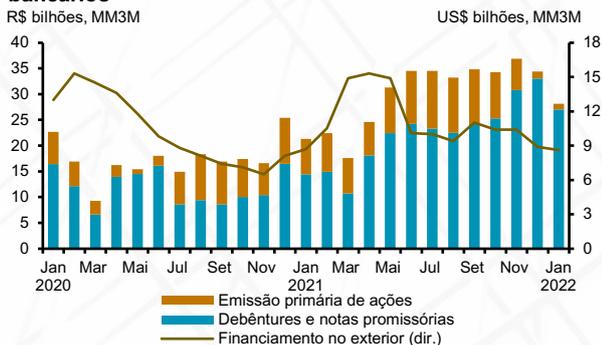


Por sua vez, o comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas vem aumentando desde agosto de 2020. A piora de composição do crédito já citada e a queda na renda explicam esse movimento. Como discutido na seção sobre mercado de trabalho, a variação negativa no rendimento médio tem mais do que compensado a melhora da ocupação, de acordo com dados da PNAD Contínua. A inadimplência das famílias, por sua vez, ainda se encontra em patamar historicamente baixo, apesar do aumento gradual nos últimos meses, com destaque para as modalidades de cartão de crédito rotativo, cheque especial e crédito consignado ao trabalhador do setor privado.<sup>18</sup>

No caso das empresas, as concessões cresceram nos últimos meses, impulsionadas pelo segmento de crédito livre, alcançando, em termos reais, o nível observado no começo de 2015. Destacam-se as contratações em modalidades de curto prazo, como desconto de recebíveis, cheque especial e conta garantida. No crédito direcionado, o fluxo de novas operações às empresas diminuiu no trimestre, destacando-se a redução nas operações do BNDES.

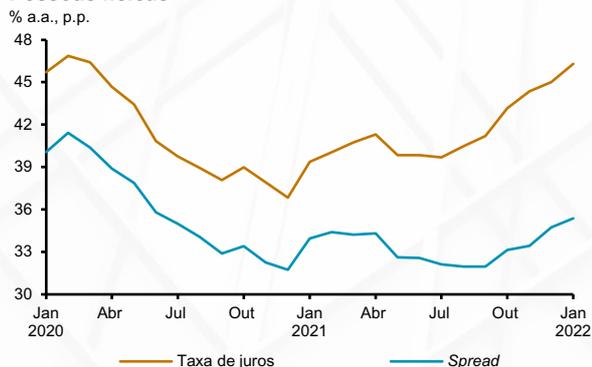
18/ A taxa de inadimplência dos empréstimos às famílias atingiu 3,2% do saldo das operações em janeiro de 2022 (3,7% em fevereiro de 2020), registrando aumento de 0,3 p.p. no trimestre (cartão de crédito rotativo, 2,7 p.p.; cheque especial, 1,2 p.p.; e crédito consignado para trabalhador do setor privado, 0,8 p.p.).

**Gráfico 1.2.20 – Financiamentos corporativos não bancários**

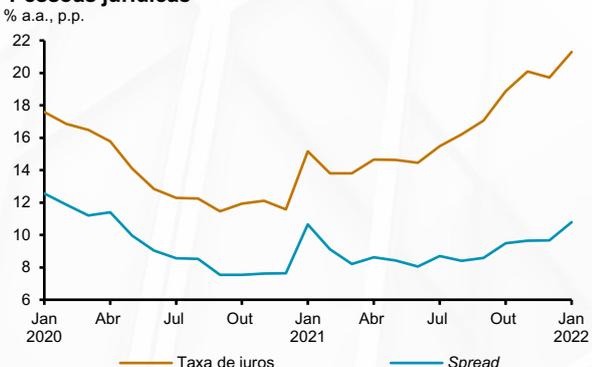


Fontes: BCB e Anbima

**Gráfico 1.2.21 – Taxas de juros e spread do crédito livre – Pessoas físicas**



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



No mesmo período, o financiamento não bancário das empresas desacelerou. Com preço das ações ainda abaixo dos máximos observados em meados de 2021, houve postergação de planos de abertura de capital através da emissão primária de ações. Em relação ao mercado de dívida privada, em novembro ocorreu a maior captação mensal de debêntures da série, seguida de queda nos dois meses seguintes. Esse movimento pode refletir tanto um ambiente global mais desafiador na virada de ano – em virtude do recrudescimento da pandemia de Covid-19 com a variante Ômicron, da persistência inflacionária global e da expectativa de aperto monetário mais célere nos EUA – como possivelmente uma antecipação das emissões de dívida em função de expectativa de maior volatilidade doméstica com o início do ano eleitoral.

Por fim, a percepção pelos agentes financeiros de que a política monetária será mais restritiva elevou o ritmo de aumento dos juros no mercado de crédito bancário nos últimos seis meses, principalmente nos empréstimos com recursos livres. Os *spreads* subiram modestamente nesse período, mas ainda se encontram abaixo do nível pré-pandemia, especialmente nos empréstimos às famílias. Parte da explicação para o patamar mais baixo do *spread* nesse segmento foi a mudança na composição do crédito pessoal não consignado, que passou a ter maior participação de linhas mais seguras, como antecipação de saques de Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e empréstimos com garantias de aplicações financeiras.<sup>19</sup>

Em geral, o saldo de crédito bancário segue apresentando crescimento robusto, principalmente das modalidades de crédito livre. No entanto, as concessões mostram mudança gradual no perfil do crédito contratado pelas famílias, com maior presença de linhas emergenciais, ao mesmo tempo que se observa sinais incipientes de aumento na inadimplência. O crédito às empresas, por sua vez, tem se concentrado em linhas de curto prazo, com destaque para as operações de desconto de recebíveis. Nesse contexto, a projeção de crescimento do saldo em 2022, detalhada em box nesse relatório, foi revisada de 9,4% para 8,9%.

19/ A taxa média de juros das novas operações de crédito livre atingiu 35,3% a.a. em janeiro de 2022, com variação de 2,9 p.p. no trimestre (3,1 p.p. no segmento de pessoas físicas e 2,4 p.p. no de pessoas jurídicas). O *spread* observado nas novas operações de crédito livre atingiu 24,6% a.a., com variações de 1,9 p.p. no trimestre e -4,3 p.p. em relação a fevereiro de 2020 (no segmento de pessoas físicas a queda foi de 6,1 p.p.).

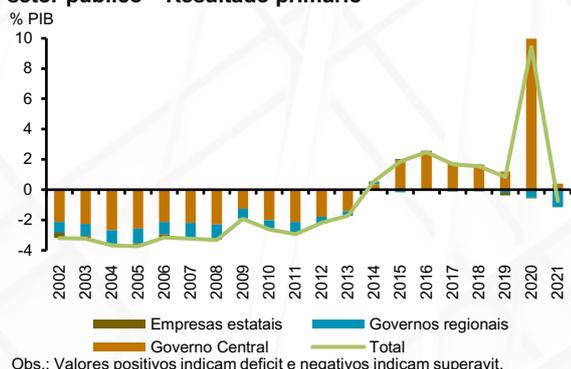
**Tabela 1.2.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário**

Acumulado no ano

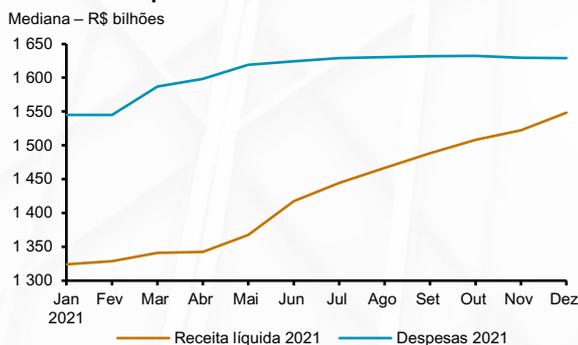
Segmento	R\$ bilhões		
	2019	2020	2021
Governo Central	89	745	36
d/q Governo Federal	-125	486	-212
d/q INSS	213	259	247
Governos regionais	-15	-39	-98
Empresas estatais	-12	-4	-3
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>703</b>	<b>-65</b>

Valores positivos indicam deficit e negativos indicam superavit.

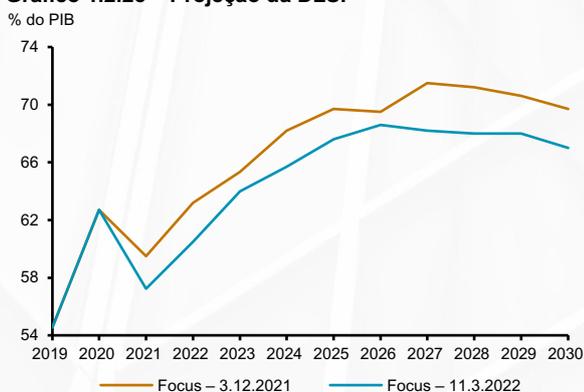
**Gráfico 1.2.23 – Necessidade de financiamento do setor público – Resultado primário**



**Gráfico 1.2.24 – Evolução das expectativas para receitas e despesas do Governo Central em 2021**



**Gráfico 1.2.25 – Projeção da DLSP**



20/ A mediana do Prisma Fiscal em novembro, *deficit* de R\$98 bilhões, diminuiu para *deficit* de R\$74 bilhões em fevereiro. No Questionário Pré-Copom, a projeção de *deficit* passou de R\$ 103 bilhões na edição de dezembro para R\$ 67 bilhões na edição de março.

21/ Na edição de fevereiro do Questionário Pré-Copom, 69% dos respondentes indicaram que a situação fiscal havia piorado desde o Copom de dezembro, considerando tanto o cenário central quanto riscos. Na edição de março, 50% dos respondentes indicaram piora e 28% indicaram não haver mudança relevante desde o Copom de fevereiro.

## Fiscal

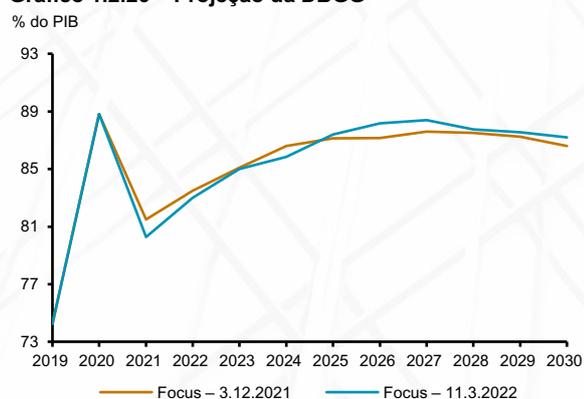
Desde o último RI, os dados fiscais continuaram a surpreender positivamente. O *deficit* primário do governo central em 2021 (R\$36 bilhões) foi substancialmente menor do que o antecipado por analistas no Questionário Pré-Copom de dezembro (R\$93 bilhões). O resultado primário de janeiro trouxe nova surpresa positiva – *superavit* de R\$76 bilhões, ante projeção de R\$43 bilhões no Prisma Fiscal disponível à época do último RI. Na mesma direção, as projeções para o *deficit* fiscal em 2022 também foram reduzidas.<sup>20</sup> Apesar das melhoras nos resultados e nas projeções de curto prazo, a percepção da situação fiscal continuou a piorar para parcela relevante dos analistas, o que possivelmente reflete riscos ao cenário central dos mesmos.<sup>21</sup>

O *deficit* do Governo Central em 2021 foi o menor desde 2014 em termos reais. Entre os fatores que explicam esse resultado destacam-se: i) a retomada da atividade econômica; ii) a dinâmica inflacionária, aliada à limitação do crescimento das despesas pelo teto de gastos; iii) a redução das despesas de combate à Covid-19; e iv) a alta de preços das *commodities* em reais. A retomada econômica e a aceleração da inflação ao longo de 2021 impulsionaram as receitas nominais, ao mesmo tempo em que as despesas sujeitas ao teto de gastos ficaram limitadas a um crescimento baixo (2,1%) – referente ao IPCA acumulado até junho de 2020. Os gastos primários no combate à Covid-19 passaram de R\$521 bilhões no primeiro ano da pandemia para R\$121 bilhões em 2021, auxiliando na redução das despesas totais. Por fim, a combinação pouco usual de preços internacionais de *commodities* altos e desvalorização do real impulsionou a arrecadação com *royalties* e dividendos pagos por empresas do setor extrativo à União.

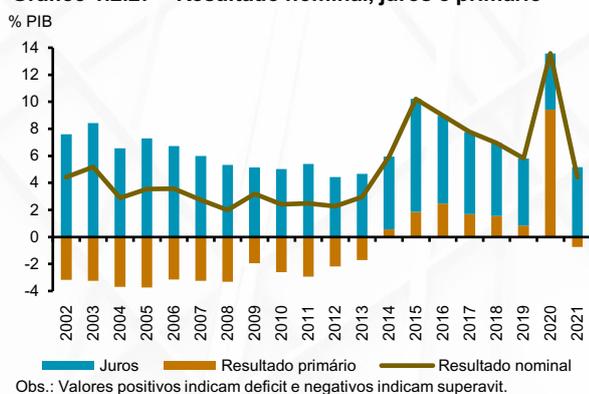
Esses fatores, em sua maioria, também impactaram o resultado primário dos entes regionais, que registraram *superavit* de R\$98 bilhões em 2021 – melhor resultado desde 2002 em termos reais. Assim como no caso do Governo Central, houve um efeito combinado entre o aumento das receitas e a contenção de despesas, em linha com o determinado pela Lei Complementar (LC) nº 173/2020. Dessa

forma, o setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$65 bilhões em 2021, o primeiro desde 2013.

**Gráfico 1.2.26 – Projeção da DBGG**



**Gráfico 1.2.27 – Resultado nominal, juros e primário**



Em concordância com os bons resultados primários, houve surpresa positiva em relação às projeções de mercado para a dívida pública. A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) encerrou o ano em 80,3% do PIB, 1,2 p.p. abaixo das projeções do Focus da data de corte do último RI. A surpresa foi ainda maior no caso da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), 2,2 p.p. Apesar das surpresas nos dados recentes, as projeções de longo prazo captadas pelo Focus continuam caracterizando um cenário de dívida pública em patamar elevado e em trajetória crescente nos próximos anos.

Em 2022, espera-se desaceleração no ritmo de avanço da arrecadação. O crescimento da receita deve diminuir com a desaceleração esperada dos preços, ao mesmo tempo em que as despesas sujeitas ao teto podem aumentar em até 10,2% – inflação acumulada até o final do ano anterior. A atividade econômica também deve desacelerar no ano, contribuindo para crescimento menor da arrecadação. Para os governos regionais, espera-se a retomada de gastos públicos, considerando o acúmulo de caixa nos últimos dois anos e o fim das limitações determinadas pela LC nº173/2020. Por outro lado, o recente aumento expressivo dos preços de *commodities* podem impactar positivamente as receitas governamentais.

Para além do resultado primário, a perspectiva de aperto monetário mais intenso e prêmios de risco elevados devem levar a novo aumento das despesas com juros em 2022. No ano passado, gastos com juros atingiram 5,2% do PIB e retornaram ao patamar imediatamente anterior à pandemia, um aumento de 1,7 p.p. em relação ao vale atingido no acumulado em doze meses terminados em junho de 2021.

Dois riscos fiscais se destacam. No curto prazo, medidas fiscais adicionais para a contenção do repasse dos preços internacionais de combustíveis para os preços domésticos podem ter efeito relevante no resultado primário do ano. No mesmo sentido, deve crescer ao longo do ano a relevância do debate eleitoral para a percepção de riscos fiscais em prazo mais longo, particularmente quanto à manutenção do atual arcabouço fiscal.<sup>22</sup>

22/ Diversos analistas presentes no 86º 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 17 e 18 de fevereiro desse ano, expressaram essa opinião.

Dessa forma, apesar do desempenho mais positivo das contas públicas no curto prazo, permanece a incerteza em relação ao futuro do arcabouço fiscal. Além disso, o esmorecimento do esforço em favor de reformas estruturais pode resultar em elevação dos prêmios de risco, maior risco de desancoragem das expectativas de inflação e, conseqüentemente, juros estruturais mais elevados.

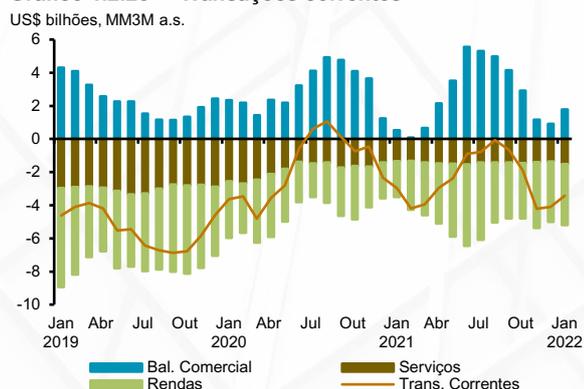
## Externo

As contas externas evoluíram relativamente em linha com o esperado desde o último RI. O *deficit* em conta corrente atingiu US\$28 bilhões em 2021 – ante projeção de US\$30 bilhões –, refletindo recordes históricos nas exportações e importações e o menor *deficit* na conta de serviços desde 2008. As projeções atualizadas, presentes em boxe deste relatório, indicam cenário benigno para contas externas em 2022, com saldo comercial substancialmente positivo e *deficits* em serviços e rendas ainda em patamares inferiores aos de 2019.

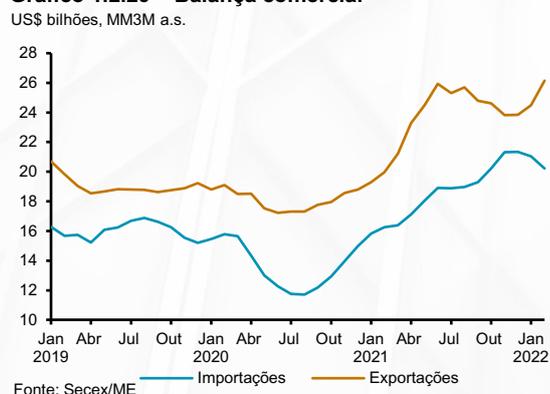
Ao longo de 2021, o saldo em transações correntes, que teve *deficits* decrescentes até meados do ano e reversão nos meses seguintes, refletiu o comportamento da balança comercial. No primeiro semestre, o escoamento das principais safras e o crescimento forte dos preços impulsionou as exportações. Ao longo do segundo semestre, houve redução do *quantum* exportado, que voltou a patamares próximos aos de 2020, enquanto os preços mantiveram patamar ainda elevado. Já as importações apresentaram crescimento contínuo em 2021, apesar do real mais desvalorizado e dos gargalos em cadeias produtivas mundiais. Contribuíram para esse resultado a alta expressiva do preço internacional de combustíveis, a internalização de plataformas no âmbito do Repetro, concentradas no 1º semestre do ano,<sup>23</sup> e o ritmo forte de importação de bens intermediários. O avanço das compras de bens intermediários deriva tanto de alta de preços, quanto de alta no *quantum* – que se descolou de indicadores locais de atividade, assunto abordado em maior detalhe em boxe neste relatório.

O ano de 2022 se inicia com melhora no saldo comercial, influenciado por elevação no *quantum* exportado, com destaque para produtos básicos, e

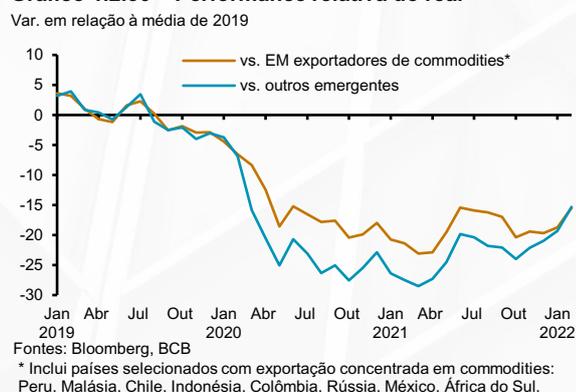
**Gráfico 1.2.28 – Transações correntes**



**Gráfico 1.2.29 – Balança comercial**



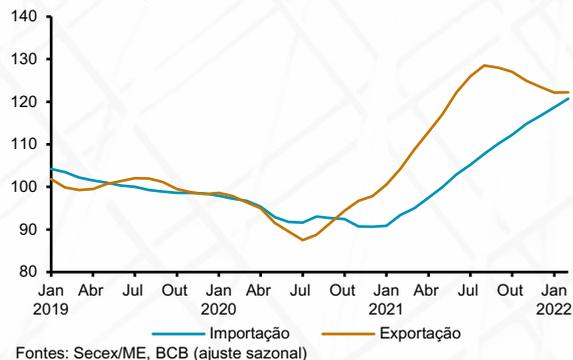
**Gráfico 1.2.30 – Performance relativa do real**



23/ As internalizações fictas no âmbito do Repetro somaram US\$10 bilhões no primeiro trimestre de 2021 e US\$3 bilhões no trimestre seguinte.

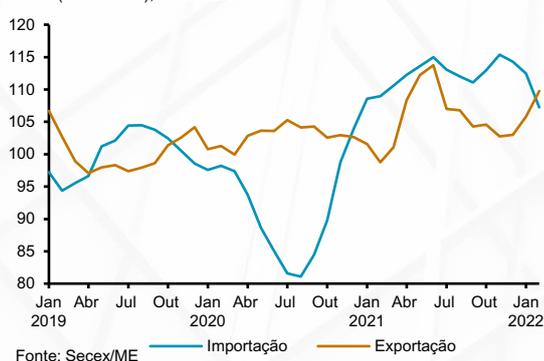
**Gráfico 1.2.31 – Índices de preço**

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



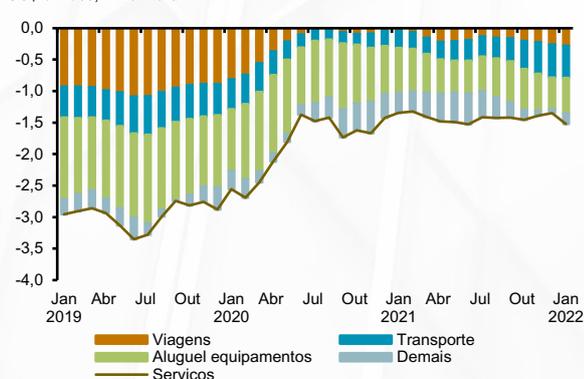
**Gráfico 1.2.32 – Índices de quantum**

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



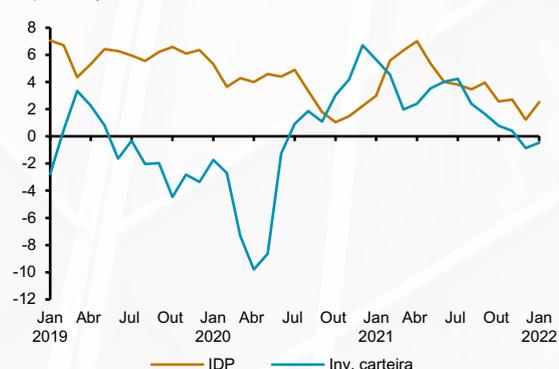
**Gráfico 1.2.33 – Serviços**

US\$ bilhões, MM3M a.s.



**Gráfico 1.2.34 – Principais passivos**

US\$ bilhões, MM3M a.s.



sinais de arrefecimento nas importações, que ainda registram volumes e preços em patamares elevados. Neste ano, observa-se a apreciação do câmbio em linha com a valorização das *commodities*. Desde a data de corte do último RI, contudo, a apreciação do real se sobressai mesmo quando comparada às moedas de outros países emergentes exportadores de *commodities*.

Na conta de serviços, as despesas com viagens tiveram ligeira recuperação ao longo de 2021, mas ainda apresentam patamar muito abaixo do pré-pandemia. O *deficit* com aluguel de equipamentos continuou recuando, em linha com a internalização de plataformas de petróleo no âmbito do Repetro. Na conta de renda primária, houve intensificação do *deficit* em lucros e dividendos, em linha com a recuperação da economia brasileira e com a maior lucratividade das empresas residentes com participação proprietária estrangeira. As despesas com juros, por outro lado, terminaram 2021 em patamar inferior ao de 2020, resultado de melhores condições financeiras globais e de um câmbio médio mais desvalorizado no ano, o que reduz, em dólares, as despesas de juros dos títulos denominados em reais.

Na conta financeira, o investimento direto no país chegou a US\$46 bilhões em 2021, US\$9 bilhões acima de 2020, com forte recuperação dos lucros reinvestidos. O resultado ficou abaixo do esperado no último RI (US\$52 bilhões), principalmente em função de remessas de lucros mais elevadas em dezembro, mês que sazonalmente concentra esse fluxo. No início de 2022, no entanto, já se observa recuperação das entradas líquidas de Investimento Direto no País (IDP): US\$5 bilhões em janeiro e estimativa de US\$10 bilhões em fevereiro<sup>24</sup>.

Os investimentos em carteira em 2021 vieram em linha com o projetado no último relatório, US\$21 bilhões, configurando o primeiro resultado positivo desde 2015. O resultado se deve aos fluxos para títulos no país, que chegaram ao maior nível desde 2014, em contexto de aumento do diferencial de juros entre o Brasil e as principais economias desenvolvidas. No sentido contrário, houve saída de investimentos em fundos e ações de empresas brasileiras, em particular no segundo semestre. No início de 2022, incorporando dados parciais até 18 de fevereiro, houve reversão nesse fluxo, com ingresso relevante de investimento estrangeiro em fundos e ações de empresas brasileiras.

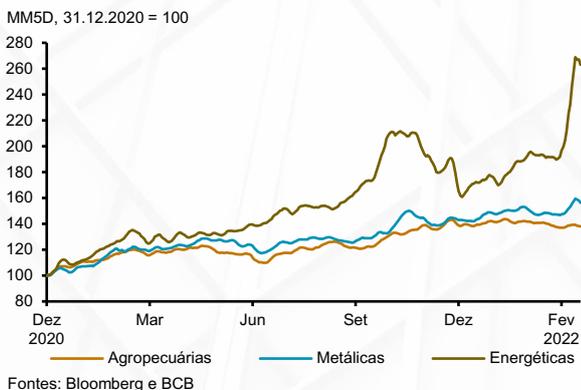
24/ A estimativa para o mês de fevereiro consta da [Nota Econômico-Financeira do Setor Externo](#) divulgada no dia 23 do mesmo mês.

## Preços

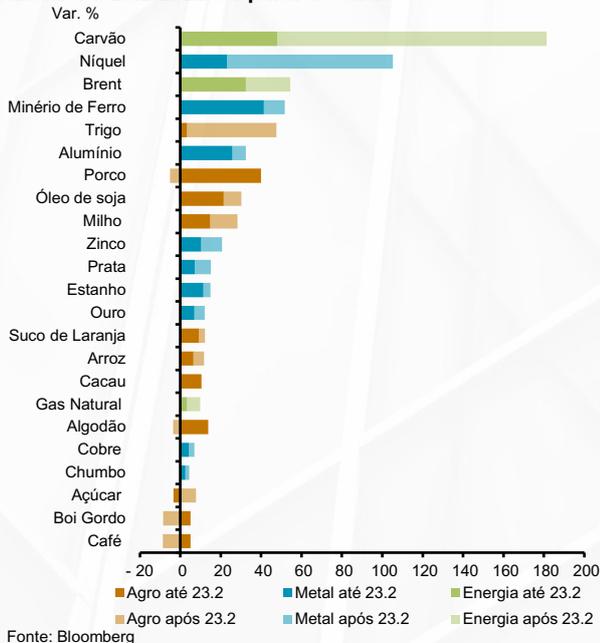
**Gráfico 1.2.35 – IC-Br e câmbio**



**Gráfico 1.2.36 – IC-Br segmentos (em R\$)**



**Gráfico 1.2.37 – Variações entre data de corte do RI anterior e 23.2.2022 e a partir de então**



A inflação continua pressionada. Os dados mais recentes sugerem que seu componente subjacente segue elevado e a evolução dos preços de *commodities* representa nova fonte de pressão. Esses fatores levaram a nova deterioração das expectativas de inflação para o ano corrente, a despeito da relevante apreciação do real desde o RI anterior, da melhora do cenário hídrico e da redução geral das alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI).

Após a substancial queda nas semanas que antecederam o RI anterior, com o surgimento da variante Ômicron, os preços de *commodities* apresentaram forte elevação. Da data de corte do último relatório até 23 de fevereiro houve avanço de 13,9% do Índice de *Commodities*-Brasil (IC-Br)<sup>25</sup>, quando medido em dólares, disseminado entre várias *commodities*, em geral repercutindo demanda global aquecida e oferta apertada, com estoques baixos. Os fatores para o aperto da oferta variam caso a caso, mas entre eles estão quebras de safra por questões climáticas, transição energética e questões geopolíticas. Com o conflito na Ucrânia a partir de fevereiro, os preços de *commodities* ganharam novo ímpeto e subiram mais 9,5%, até a data de corte deste relatório, segundo o IC-Br. Neste segundo movimento destacaram-se carvão, petróleo<sup>26</sup>, trigo, milho e níquel, *commodities* mais diretamente impactadas pelo conflito.

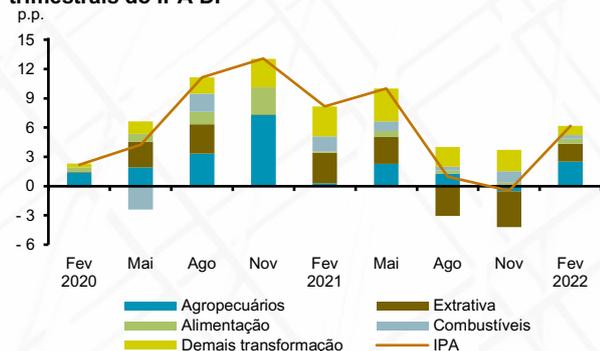
A elevação das *commodities* ocorreu em paralelo à apreciação de 10,3% do real. A apreciação contribuiu para mitigar, ainda que parcialmente, a alta relevante desses preços em moeda local (11,9% de acordo com o IC-Br em reais). Esse movimento conjunto de alta das *commodities* e apreciação da moeda doméstica é historicamente usual, mas não foi observado durante boa parte dos últimos dois anos, tanto no Brasil como em outras economias emergentes exportadoras de *commodities*.

Após um trimestre de ligeiro recuo, os preços ao produtor voltaram a apresentar alta significativa. Depois de diminuir 0,46% no trimestre encerrado em novembro, o Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) subiu 6,17% no trimestre encerrado em fevereiro. O recuo

25/ As variações do IC-Br e do câmbio discutidas nesta seção sempre se referem à média móvel de cinco dias entre as respectivas datas.

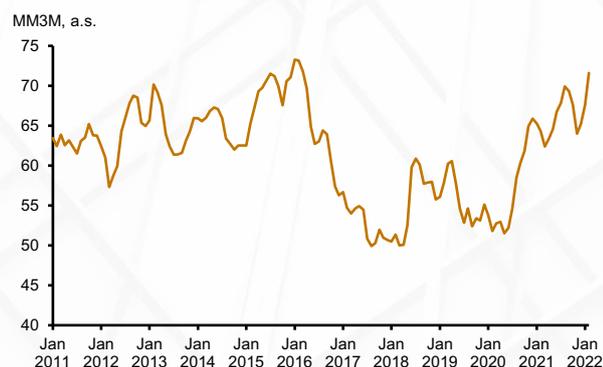
26/ Ver boxe “Repasse do preço do petróleo em reais para a inflação e mensuração de riscos” neste RI.

**Gráfico 1.2.38 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI**



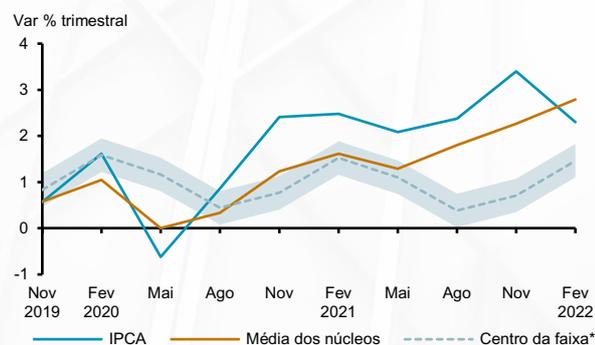
Fonte: FGV

**Gráfico 1.2.39 – Índice de difusão – IPCA**



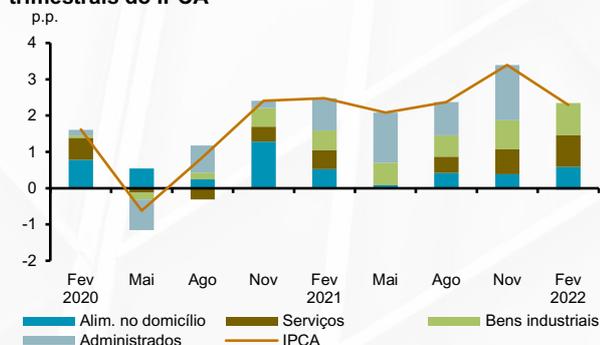
Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.40 – IPCA e média dos núcleos**



\* Faixa sazonal do IPCA, ajustada para a meta.  
Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.41 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA**



Fontes: IBGE e BCB

observado no trimestre anterior refletia a queda dos preços de minério de ferro, soja, milho e bovinos, movimento que foi revertido para alta, em linha com o cenário de *commodities* discutido anteriormente.

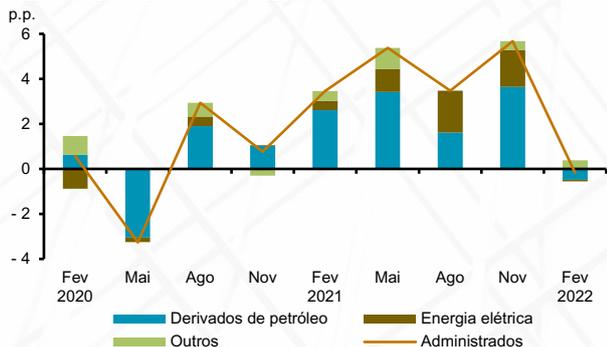
Na indústria de transformação os preços ao produtor ainda apresentaram aumento substancial (2,84%), mas menor que no trimestre anterior. A alta dos preços dos combustíveis foi menor, refletindo defasagens do repasse dos preços internacionais para preços domésticos ao produtor.<sup>27</sup> Na indústria alimentícia ocorreu o contrário, destacando-se a alta de óleos e gorduras vegetais, ligada ao preço da soja, e de laticínios. Nos demais segmentos da indústria de transformação, tipicamente menos voláteis, houve arrefecimento da elevação no trimestre (de 5,70% para 2,27%). Destaca-se a queda dos preços de produtos químicos e metalúrgicos. Contudo, o forte aumento dos preços internacionais de fertilizantes e do minério sugere possível reversão desse movimento. De modo geral, a dinâmica dos preços ao produtor, tanto no segmento agrícola quanto no industrial, ainda é consistente com a persistência da pressão sobre preços ao consumidor.

A pressão sobre os preços ao consumidor continuou no trimestre encerrado em fevereiro. Medida pelo IPCA, a inflação cheia diminuiu, de 3,40% em novembro para 2,30% em fevereiro, mas segue em patamar incompatível com o cumprimento da meta de inflação. Os aumentos são disseminados e a composição do índice foi desfavorável, com altas relevantes de preços mais associados ao processo subjacente de inflação. A média dos núcleos de inflação foi 2,79% no trimestre, acima do observado no trimestre encerrado em novembro (2,27%). Considerada a média móvel trimestral e dados dessazonalizados, as variações do IPCA e da média dos núcleos são respectivamente 7,49% e 9,85%, ambos de acordo com a taxa anualizada, e o índice de difusão – que mede o percentual de subitens com variação positiva no mês – situa-se em 71,60%, patamar historicamente elevado.

Grande parte do arrefecimento da variação do IPCA no trimestre terminado em fevereiro se deve ao comportamento dos preços de combustíveis, que são voláteis. O preço do etanol recuou 10,47% e a gasolina ficou 2,26% mais barata. O recuo do preço do etanol ocorre em período atípico, considerando o ciclo da cana-de-açúcar, e está associado à demanda

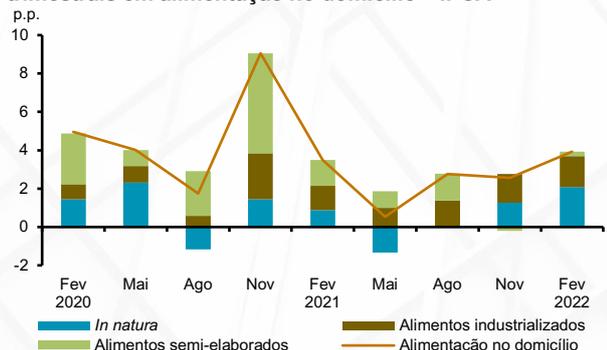
27/ A forte queda no preço do petróleo nas semanas que antecederam a data de corte do último Relatório de Inflação ainda não havia se manifestado sobre os preços domésticos ao produtor. O mesmo ocorre agora, em parte, para a recente alta do petróleo.

**Gráfico 1.2.42 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA**



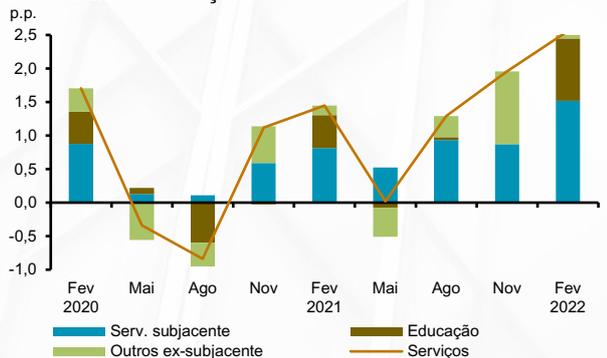
Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.43 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA**



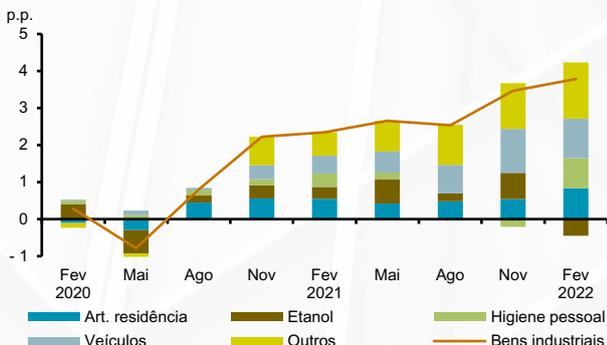
Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.44 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA**



Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.45 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA**



Fontes: IBGE e BCB

abaixo das expectativas do setor. O preço da gasolina ao consumidor foi puxado para baixo pelo etanol que é misturado a ela e ainda não refletia o substancial aumento recente do preço do petróleo.

Com o decréscimo do preço da gasolina, os preços administrados – variação de -0,18% no trimestre findo em fevereiro – tiveram contribuição negligenciável para a inflação no período. Também houve recuo em energia elétrica residencial, influenciado por alíquota menor de Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) no Rio Grande do Sul, e queda mais acentuada em plano de saúde, com o fim da contabilização do reajuste que havia sido concedido em janeiro de 2021.<sup>28</sup> As tarifas de ônibus urbano, muitas normalmente reajustadas no início do ano, não subiram tanto quanto o esperado, tendo em vista a pressão sobre os custos do segmento. Em sentido contrário, destaca-se a elevação no item emplacamento e licença, que reflete o impacto da alta dos preços de veículos sobre o valor do Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA).<sup>29</sup>

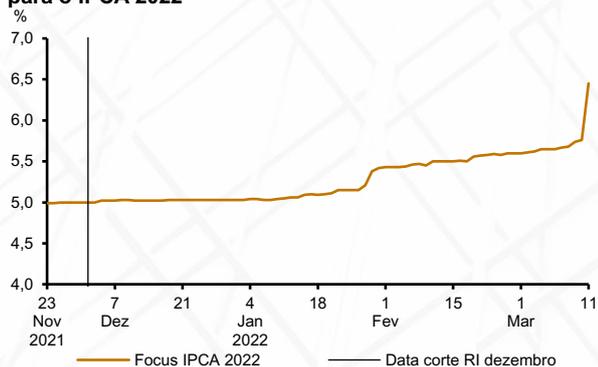
Os preços de alimentos apresentaram encarecimento significativo no trimestre, 3,93%. O comportamento sazonal dos preços e os efeitos climáticos adversos exerceram importante contribuição, sobretudo sobre os preços de alimentos *in natura*, que subiram 14,89%. Também houve alta relevante no preço de farinhas, panificados, óleos e bebidas, componentes do grupo alimentação com preços menos voláteis. O preço da carne voltou a subir, mas sem acompanhar o ímpeto de elevação do preço do boi.

Os preços de serviços subiram 2,56%, em ritmo superior ao que vinha sendo observado. Houve avanço relevante da inflação subjacente de serviços (de 1,47% para 2,57%), refletindo em parte o comportamento inercial da inflação, o que pode ser notado pela maior alta dos aluguéis residenciais. A elevação da inflação subjacente em parte também parece associada à pressão sobre preços de bens: o expressivo aumento de seguros e consertos de veículos, por exemplo, pode estar ligado ao maior valor dos automóveis e ao custo de peças de reposição. Entre os componentes não subjacentes da inflação de serviços, merece destaque o reajuste das mensalidades escolares, que usualmente é contabilizado em fevereiro. O reajuste foi significativo, mas ficou aquém da

28/ O reajuste dos planos de saúde individuais em 2020 foi adiado e só ocorreu em janeiro de 2021 (no valor de 8,41%). Na apuração do IPCA, a taxa mensal correspondente foi incorporada nos doze meses até dezembro. Resta, portanto, a parcela mensal do reajuste de -8,19% referente ao reajuste de 2021.

29/ Pela metodologia do IPCA, a alta, que em 2022 deve ser de aproximadamente 22%, será dividida igualmente entre os meses. Também por essa questão específica, a divulgação do IPCA de janeiro teve repercussão relevante sobre projeções para o ano.

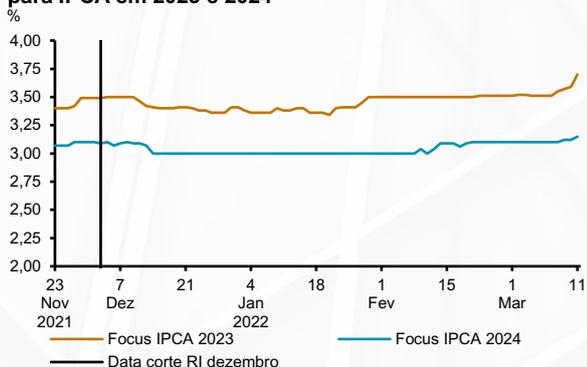
**Gráfico 1.2.46 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2022**



**Tabela 1.2.4 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2022**

	Peso	Projeção Focus (% a.a)		
		3.12	11.3	Contr. p/ " (p.p.)
<b>IPCA</b>	<b>100</b>	<b>5,02</b>	<b>6,45</b>	<b>1,43</b>
IPCA (por agregação)	100	4,95	6,38	1,43
Alimentação no domicílio	15,0	4,74	8,12	0,51
Bens industriais	23,3	5,11	6,67	0,36
Serviços	34,4	5,45	6,05	0,21
Administrados	27,3	4,29	5,61	0,36
Livres (por agregação)	72,7	5,20	6,67	1,07

**Gráfico 1.2.47 – Mediana das expectativas anuais Focus para IPCA em 2023 e 2024**



inflação passada, mesmo após relativa contenção das mensalidades nos anos anteriores em decorrência dos efeitos da pandemia. Por fim, preços voláteis como transporte por aplicativo e passagem aérea, que tem componente sazonal relevante e negativo nesse período, contribuíram para que a inflação de serviços não fosse mais elevada no trimestre.

Os preços dos bens industriais continuaram subindo de forma persistente. Houve alta de 3,78% deste segmento, mesmo com o significativo recuo do preço do etanol. Parte desse aumento deriva do efeito do fim de descontos promocionais que ocorreram em novembro<sup>30</sup>, mas ainda assim se observa disseminação da pressão inflacionária, que abrange artigos de residência, vestuário, veículos e itens de higiene pessoal, dentre outros. Esse aumento difundido se dá em ambiente de elevação de custos do setor, com alta quase ininterrupta dos preços de *commodities* em reais desde meados de 2020 e permanência de menções à escassez de matéria-prima como fator limitante ao crescimento da produção industrial no início de 2022, a despeito do arrefecimento no consumo de bens pelas famílias.<sup>31</sup>

Em 25 de fevereiro o governo federal reduziu as alíquotas do IPI de forma ampla.<sup>32</sup> Em 2021 a arrecadação federal com o imposto, ex-fumo, correspondeu a 1,42% do consumo das famílias, de tal maneira que a redução de 25% na maior parte das alíquotas pode ter impacto máximo da ordem de -0,35 p.p. sobre o deflator do consumo das famílias, caso haja repasse completo ao longo das cadeias produtivas até o consumidor.

Nesse contexto, a mediana das expectativas para a inflação em 2022 subiu de 5,02% para 6,45%, distanciando-se do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação. A análise das projeções desagregadas dos analistas revela que o aumento das expectativas para 2022 reflete perspectiva mais adversa para alimentos e bens industriais, mas as projeções para serviços e administrados também aumentaram (Tabela 1.2.4). As expectativas para os anos seguintes mantiveram-se acima das metas de inflação para os respectivos anos-calandário. A mediana das expectativas para 2023 subiu de 3,50% para 3,70%, enquanto a expectativa para 2024 subiu ligeiramente de 3,10% para 3,15%.

30/ No IPCA de novembro, foi possível notar efeitos de descontos associados à *Black Friday*, sobretudo em itens de higiene pessoal. Nos meses seguintes houve recomposição parcial destes descontos.

31/ Ver o gráfico 1.2.3 na seção sobre atividade econômica deste Relatório.

32/ A maior parte dos produtos teve redução de 25% em suas alíquotas. Alguns veículos tiveram redução de 18,5%, e apenas produtos de tabaco não tiveram redução.

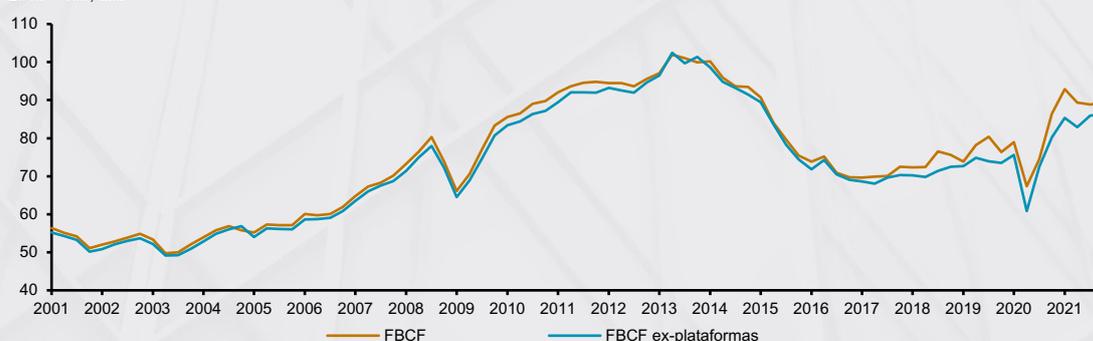


## Evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo

Após queda real da ordem de 30% ao longo da recessão 2014-2016, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) apresentou recuperação gradual até o início de 2020. Com a eclosão da crise sanitária, a FBCF experimentou declínio agudo no segundo trimestre do ano, seguido de recuperação forte já a partir do trimestre seguinte. A taxa de crescimento deste componente foi superior às expectativas iniciais do BC e de analistas econômicos em 2020, em parte favorecido pelo volume de importações fictas de plataformas de petróleo. Mesmo descontado o efeito dessas importações, a FBCF atingiu no início de 2021 patamar mais de 15% acima do nível médio de 2019 (Gráfico 1).<sup>1</sup> Desde então a série ajustada tem mostrado relativa estabilidade, mas ainda permanece acima da tendência de crescimento observada no período pré-pandemia.<sup>2</sup>

**Gráfico 1 – Formação Bruta de Capital Fixo**

2013 = 100, a.s.



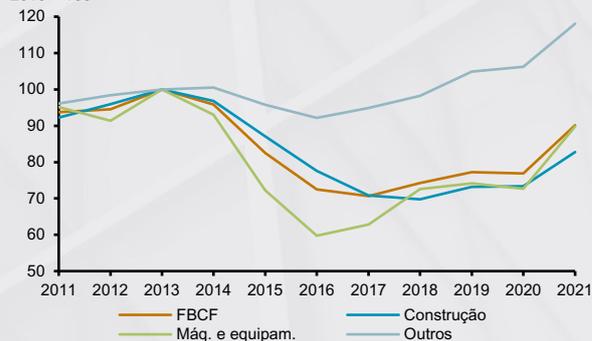
Fonte: IBGE e BCB

O Gráfico 2 mostra a evolução anual em volume da FBCF em termos de três grandes componentes, com base em dados preliminares publicados nas Contas Nacionais Trimestrais incluindo 2021. Construção e máquinas e equipamentos representam a maior parcela da FBCF – 44% e 41% do valor em 2019, respectivamente. O componente “Outros” corresponde essencialmente ao investimento em produtos de propriedade intelectual – 13% do valor da FBCF em 2019. O gráfico ilustra o bom desempenho geral do investimento ao longo dos dois anos de pandemia. Em 2020, quando a economia apresentou queda de 3,9%, os três componentes da FBCF tiveram variações anuais próximas da estabilidade. Em 2021 todos apresentaram variações positivas elevadas, muito acima do crescimento do PIB.

O Gráfico 2 também aponta diferenças entre os três indicadores. O componente mais ligado a investimentos em produtos de propriedade

**Gráfico 2 – Evolução anual da FBCF e componentes**

2013 = 100



Fonte: IBGE

1/ Destaca-se que parte da alta ocorrida em 2020, em especial a do quarto trimestre, deveu-se ao aumento de importações de equipamentos para indústria de petróleo gás, notadamente as ocorridas no âmbito do 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 (Repetro). Contudo, mesmo quando se expurga o efeito dessas importações sobre a FBCF, o movimento de rápida recuperação continua evidente, estendendo-se até o 1º trimestre de 2021. Para cálculo da FBCF ex-plataformas, foram excluídas as importações e exportações fictas ocorridas no âmbito do Repetro, além das de NCM 89051000, 89051000 e 89052000.

2/ Este box atualiza o box homônimo publicado no Relatório de Inflação de setembro de 2019.

intelectual apresentou queda relativamente pequena na recessão de 2014-2016 e tem crescido a taxas altas desde 2017. Esse desempenho está possivelmente associado a tendências estruturais de investimento em digitalização da economia. Em relação ao investimento em construção, o Gráfico 2 mostra a prolongada retração do componente até 2018, mesmo após o fim da recessão de 2014-2016.

Historicamente, a evolução trimestral dos investimentos em construção ao longo da pandemia pode ser inferida de forma aproximada a partir da série de valor adicionado bruto (VAB) do setor da construção civil (Gráfico 3).<sup>3</sup> Com o início das medidas de distanciamento social adotadas em meados de março de 2020 e a consequente paralisação total ou parcial das obras, a construção apresentou quedas relevantes no primeiro semestre do ano. A partir de então, o setor recuperou-se de modo consistente. Além do retorno das obras com a inclusão do setor de construção civil na categoria de atividades essenciais em maio de 2020<sup>4</sup>, diversos fatores parecem ter contribuído para o desempenho do setor: elevado montante de transferência de renda às famílias mais vulneráveis, permitindo que parte deste recurso fosse utilizado para autoconstrução, como corroboram os dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC); taxa de juros imobiliários em patamares reduzidos; e procura por imóveis melhores e mais espaçosos, associada ao trabalho em *home-office*. Indicadores de confiança do setor, do volume de concessão de financiamentos imobiliários e de vendas de imóveis novos sustentam essa avaliação do mercado imobiliário.

**Gráfico 3 – Evolução trimestral da FBCF e de proxies de componentes**



**Tabela 1 – FBCF e componentes**

Discriminação	Variação %				
	Contração 2013 II - 2016 IV	Expansão 2017 I - 2019 IV	Contração 2020 I - 2020 II	Expansão 2020 III - 2021 IV	Pandemia 2020 I - 2021 IV
FBCF	-28,2	9,5	-11,8	32,5	16,9
FBCF ex- Plataforma	-28,4	6,4	-17,2	41,9	17,5
VAB Construção	-22,2	-6,1	-9,8	20,1	8,4
Demanda Aparente Máq. e Equipamentos	-41,7	28,2	-31,9	70,9	16,4

Fontes: IBGE e BCB

Para o investimento em máquinas e equipamentos, a evolução trimestral pode ser medida através de um indicador de demanda aparente por bens de capital (Gráfico 3). Aqui esse indicador é calculado a partir da demanda aparente de máquinas e equipamentos de 2015, ano da última matriz de insumo-produto (MIP) disponível, atualizada por indicadores de produção industrial e da importação e exportação de bens de capital. Como o cálculo é realizado ao nível dos produtos da MIP, é possível construir indicadores de demanda aparente

3/ Vale notar que, particularmente em 2020 e 2021, as variações no investimento em construção são maiores do que as variações no VAB do setor (0,3% e 12,8% ante -6,3% e 9,7%). A formação bruta em produtos da construção de um determinado período está relacionada ao valor produzido neste setor, enquanto o VAB da atividade construção civil é igual à diferença entre o valor produzido pela atividade, considerando todos os produtos produzidos por ela, e o seu consumo intermediário. Contudo, historicamente o VAB do setor de construção civil tem se mostrado uma boa *proxy* para o investimento em construção. Em grande medida, isso decorre do fato de que a maior parte dos bens designados como construção é realizada pela atividade da construção civil.

4/ Decreto nº 10.342, de maio de 2020.

para diversas categorias de bens de capital. Também é possível excluir, de forma aproximada, o efeito contábil das importações fictas de plataformas de petróleo sob o âmbito do Repetro<sup>5</sup>, que apresentaram volumes elevados no triênio 2019-2021 e influenciam a série de investimentos.

A Tabela 2 mostra que o primeiro semestre de 2020 foi de forte contração para a maioria das categorias de máquinas e equipamentos, com destaque para os recuos em “automóveis, camionetas e utilitários” e “caminhões e ônibus”, diante do fechamento da maioria das plantas nos meses de março e abril de 2020. Máquinas e equipamentos para “construção e extração mineral”, “informática e produtos eletrônicos” e “energia elétrica” apresentaram retrações relativamente menores. Em sentido contrário, a demanda aparente de máquinas e equipamentos agrícolas apresentou ligeiro crescimento no período, a despeito da forte retração da atividade econômica.

**Tabela 2 – Demanda aparente de bens de capital**

Discriminação	Peso	Variação %			
		Expansão	Contração	Expansão	Pandemia
		2017 I - 2019 IV	2020 I - 2020 II	2020 III - 2021 IV	2020 I - 2021 IV
Total	100,0	28,2	-31,9	70,9	16,4
Industriais	26,1	34,8	-26,2	62,4	19,7
Informática e produtos eletrônicos	19,3	30,9	-11,9	29,1	13,8
Caminhões e ônibus	14,4	137,9	-51,8	167,5	29,0
Automóveis, camionetas e utilitários	13,5	17,3	-78,2	252,8	-23,2
Agrícola	6,6	-17,9	0,6	83,2	84,2
Energia elétrica	5,6	-0,5	-11,1	18,7	5,5
Construção e extração mineral	3,1	116,4	-14,6	117,3	85,7
Outros	11,4	-4,7	-37,5	33,8	-16,4

O período que se segue ao primeiro semestre de 2020 foi de forte alta em todas as categorias, em especial daquelas que haviam recuado de maneira mais intensa no início da pandemia. Como resultado desses movimentos de contração e expansão, a demanda aparente de máquinas e equipamentos situou-se ao final de 2021 em patamar 16% superior ao observado antes da pandemia, refletindo crescimentos na maioria das aberturas.<sup>6</sup> Uma exceção é o segmento “automóveis, camionetas e utilitários”, mais afetado pela falta de insumos em contexto de desequilíbrio nas cadeias globais de produção. As maiores altas desde o último trimestre de 2019 ocorreram em “bens de capital agrícola” e “bens de capital para construção e extração mineral”, em linha com o bom momento para a agropecuária, a construção e a indústria extrativa.

Observa-se ainda que o crescimento da absorção de bens de capital em relação ao período imediatamente anterior à pandemia não ficou concentrado apenas em máquinas para os setores de *commodities* e construção, mas teve contribuições importantes de investimentos destinados à indústria e transporte de carga (Tabela 3).

**Tabela 3 – Demanda aparente de bens de capital**

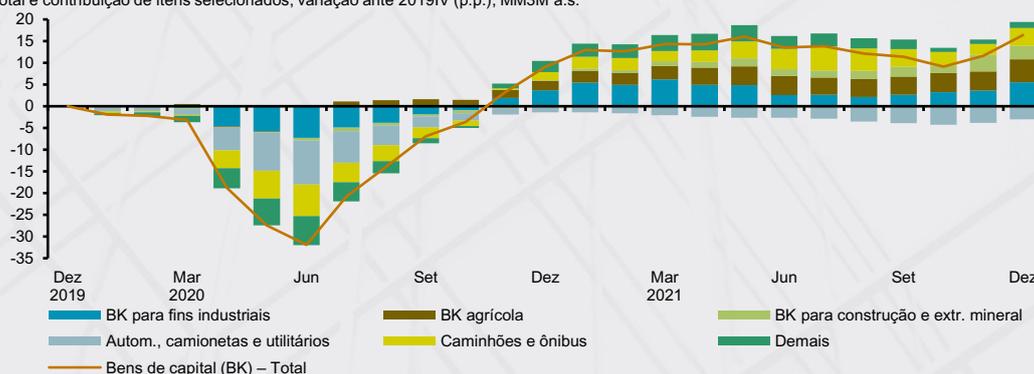
Discriminação	Peso	Contribuição p.p.			
		Expansão	Contração	Expansão	Pandemia
		2017 I - 2019 IV	2020 I - 2020 II	2020 III - 2021 IV	2020 I - 2021 IV
Total	100,0	28,2	-31,9	70,9	16,4
Industriais	26,1	9,2	-7,3	18,8	5,5
Informática e produtos eletrônicos	19,3	6,0	-2,3	7,4	2,7
Caminhões e ônibus	14,4	10,4	-7,3	16,6	4,1
Automóveis, camionetas e utilitários	13,5	2,5	-10,2	10,5	-3,0
Agrícola	6,6	-1,7	0,0	7,7	5,3
Energia elétrica	5,6	0,0	-0,6	1,4	0,3
Construção e extração mineral	3,1	2,5	-0,5	5,4	3,1
Outros	11,4	-0,6	-3,7	3,1	-1,6

5/ Foram desconsiderados os índices de volume das importações e exportações do produto “outros equipamentos de transportes”, que inclui plataformas de petróleo, sendo substituídos pelo índice de volume da produção nacional.

6/ O item “outros” engloba eletrodomésticos, móveis, produtos de indústrias diversas e outros equipamentos de transporte.

#### Gráfico 4 – Demanda aparente de bens de capital

Total e contribuição de itens selecionados, variação ante 2019IV (p.p.), MM3M a.s.



Prospectivamente, condições financeiras mais restritivas podem desacelerar a expansão dos investimentos. A elevação da incerteza em relação à economia mundial e doméstica, em cenário de conflito no leste europeu e aumento das tensões geopolíticas, continuidade de problemas em algumas cadeias de suprimentos e preços elevados de insumos podem ser limitações adicionais. Ademais, dados da sondagem da indústria da Fundação Getulio Vargas (FGV) mostram recuo na confiança de empresários da indústria de transformação, possivelmente afetando a disposição para aquisição de máquinas e equipamentos.

Por outro lado, a confiança dos empresários no setor de bens de capital continua acima do nível neutro e sondagens da Confederação Nacional da Indústria (CNI) indicam que a intenção de investimento de empresários da indústria e da construção permanece acima da média histórica recente e do nível médio de 2019. Na mesma direção, preços elevados de *commodities* continuam favorecendo investimentos nos setores agropecuário e de extração mineral. Elevação dos investimentos governamentais – especialmente dos entes subnacionais, em cenário de certa folga de caixa desses governos – e investimentos em infraestrutura decorrentes de concessões e de outras formas de cooperação entres os setores público e privado, menos suscetíveis à conjuntura de curto prazo, também podem favorecer a FBCF em 2022.<sup>7</sup>

#### Gráfico 5 – Sondagem da Indústria FGV

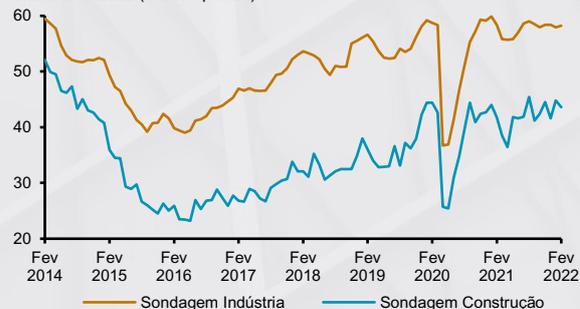
Pontos padronizados, a.s.



Fonte: FGV. BK = Ind. de bens de capital; IT = Ind. de transformação.

#### Gráfico 6 – Intenção de investimento

Índice de difusão (0 a 100 pontos)



Fonte: CNI – Sondagens da Indústria e Construção

Obs.: O índice varia de 0 a 100. Quanto maior o índice, maior a propensão a investir da indústria.

7/ Sobre esse tema, veja a Nota informativa “Investimentos contratados via parcerias público-privadas viabilizam crescimento do PIB” de 23 de fevereiro de 2022 da Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Economia.

## Choques de oferta, preços e consumo

Sucessivos choques de oferta atingiram a economia brasileira em 2021. A escassez de chuvas afetou a produção de energia elétrica e alimentos, aumentando seus preços domésticos. Além disso, houve altas nos preços internacionais de *commodities* energéticas e escassez de alguns insumos industriais em escala global, que podem ser caracterizados como choques de oferta do ponto de vista da economia doméstica. Sob uma perspectiva global, esses dois fenômenos decorrem tanto de aumento da demanda, em cenário de políticas expansionistas para mitigar os efeitos da pandemia, como de limitações de oferta, decorrentes tanto dos desdobramentos da crise sanitária quanto de limitações à expansão de produção no curto prazo. A alta de preços associada a esses choques de oferta podem ter impactos negativos sobre o consumo das famílias, através da diminuição de seu poder de compra real e da substituição por produtos mais acessíveis.

Nesse contexto, este boxe avalia o efeito de choques de oferta sobre o consumo das famílias no Brasil. Especificamente, estima-se a resposta do consumo a variações no poder de compra geradas pelos movimentos nos preços de combustíveis, energia elétrica e alimentação no domicílio.<sup>1</sup> Embutida nessa análise está a hipótese de que as variações de preços desse conjunto de itens estão associadas predominantemente a choques de oferta.

A fim de obter essa estimativa, foram utilizados modelos mensais relacionando variações no consumo a variações no poder de compra das famílias (derivadas de variações de preços dos itens listados anteriormente). A estratégia é semelhante à adotada nos artigos de Edelstein e Kilian (2007) e Hamilton (2009), que buscavam estimar o impacto sobre o consumo de choques no preço do petróleo.

A variação no poder de compra no período  $t$ ,  $y_{1,t}$ , foi construída somando-se as contribuições para a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) dos itens selecionados,

$$y_{1,t} = \sum_{s \in S} peso_{s,t} (\log(preço_{s,t}) - \log(preço_{s,t-1})),$$

onde  $S$  é o conjunto de itens selecionados,  $preço_{s,t}$  é o número índice no IPCA do item  $s$  no período  $t$  e  $peso_{s,t}$  é seu peso no IPCA<sup>2</sup>. Já a variação no consumo das famílias em  $t$ ,  $y_{2,t}$ ,

$$y_{2,t} = \log(consumo_t) - \log(consumo_{t-1}),$$

é medida segundo proxies do consumo real que usam dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC). Além do consumo total de bens, analisou-se sua partição entre “bens não duráveis” e “bens semiduráveis e duráveis”<sup>3</sup>. O primeiro grupo inclui os segmentos hipermercados, farmácias e postos de combustíveis, enquanto os demais estão incluídos no segundo grupo.

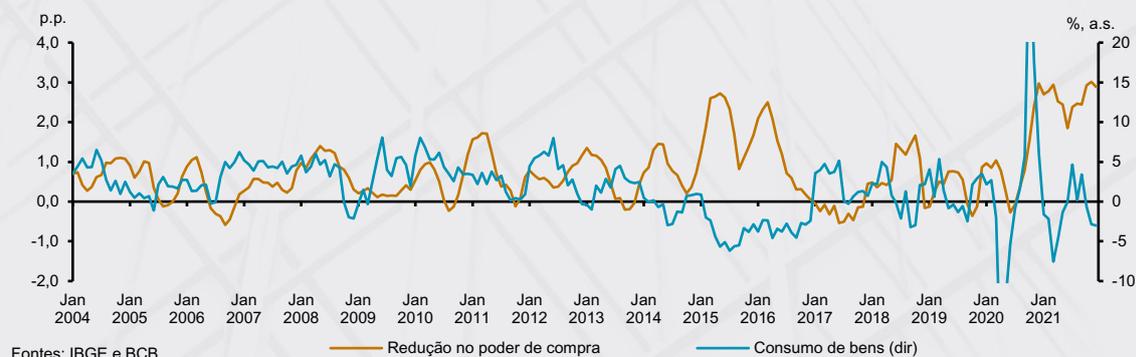
O Gráfico 1 compara variações acumuladas em seis meses no poder de compra e no consumo de bens definidos acima. Na amostra completa, de 2003 a 2021, há uma correlação negativa, apesar de fraca, entre essas duas

- 1/ O choque advindo da escassez de insumos industriais não foi incluído no exercício diante da impossibilidade de encontrar no IPCA um item diretamente ligado a ele e cuja variação histórica de preços decorra principalmente de choques de oferta.
- 2/ A escolha pelo peso dos itens no IPCA deve-se à inexistência de estimativas tempestivas para os pesos dos itens no consumo das famílias.
- 3/ Para mais detalhes a respeito das medidas de consumo de bens obtidas a partir de dados da PMC, ver boxe “Consumo de bens e serviços na pandemia” no Relatório de Inflação de setembro de 2021.

variáveis, -0,21. Caso a amostra seja limitada ao período anterior à pandemia, a correlação muda para -0,43. Adicionalmente é possível observar queda no consumo de bens no segundo semestre de 2021, período de elevado efeito dos choques de oferta mencionados no início desse boxe sobre os preços.

**Gráfico 1 – Choques nos preços e consumo**

Variação acumulada em seis meses



Fontes: IBGE e BCB

Para testar essa relação com mais rigor, estimou-se, para cada uma das medidas de consumo, um modelo autorregressivo vetorial (VAR) bivariado de ordem  $K$  na frequência mensal, com variáveis de controle para o ciclo econômico,  $W_t$ , como exógenas,

$$\begin{bmatrix} y_{1,t} \\ y_{2,t} \end{bmatrix} = A + \sum_{k=1}^K B_k \begin{bmatrix} y_{1,t-k} \\ y_{2,t-k} \end{bmatrix} + \sum_{j=0}^J C_j W_{t-j} + \begin{bmatrix} u_{1,t} \\ u_{2,t} \end{bmatrix},$$

em que  $u_t = [u_{1,t} \ u_{2,t}]'$  é o vetor de erros e  $A$ ,  $B_k$  e  $C_j$  são matrizes de coeficientes a serem estimadas<sup>4</sup>. A estratégia de identificação foi a decomposição de Cholesky, com a variação no poder de compra ordenada como a variável mais exógena. A amostra de estimação vai de 2003 até dezembro de 2019, para que os coeficientes estimados não sejam afetados pela volatilidade adicional oriunda da pandemia de Covid-19.

O Gráfico 2 apresenta uma medida da elasticidade do consumo, após um determinado número de meses, a variações no poder de compra. A medida é obtida a partir da razão entre duas funções de resposta ao impulso (FRI). O numerador traz a resposta acumulada da variação do consumo a um choque no poder de compra. O denominador é a resposta acumulada da medida de poder de compra. As duas FRI referem-se ao mesmo choque inicial no poder de compra. Já a Tabela 1 apresenta o valor dessa elasticidade acumulada após seis meses, quando a maior parte da resposta do consumo já ocorreu, de acordo com o Gráfico 2.

A resposta do volume consumido de bens aos choques de oferta se mostrou significativa tanto estatística quanto economicamente, estabilizando-se rapidamente ao redor de -1,5. Ou seja, um choque negativo de oferta (aqui definido como aumentos nos preços de combustíveis, energia elétrica e alimentação no domicílio) que reduza o poder de compra das famílias em 1 p.p. reduziria o volume de bens consumido em 1,5 p.p.<sup>5</sup> e esse recuo ocorre de forma rápida, em poucos meses.

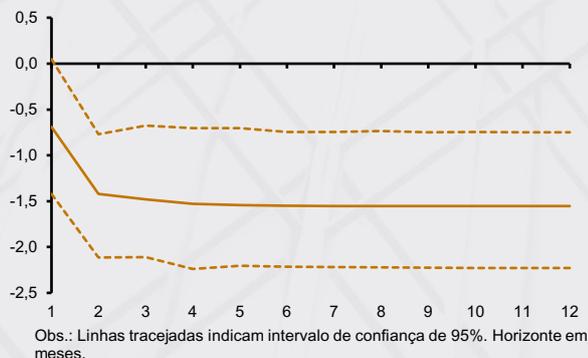
4/ Para cada medida de consumo, a ordem do VAR foi escolhida automaticamente segundo o critério de Akaike. As ordens escolhidas foram, respectivamente, 1, 1 e 3 para os modelos com consumo total de bens, bens não-duráveis e bens semiduráveis e duráveis. Como controles para o ciclo econômico foram usadas duas variáveis: o *spread* do *Emerging Markets Bond Index Plus* (Embi+) para o Brasil e a taxa de juros média de novas concessões em operações com recursos livres para pessoas físicas na modalidade de crédito pessoal total (disponível no sistema gerenciador de séries temporais do Banco Central com código 20748). A primeira vantagem das duas medidas é que sua amostra longa permite a estimação do modelo a partir de 2003, data de início da disponibilidade da *proxy* de consumo. A medida de risco Brasil captura oscilações no risco fiscal e nas condições financeiras locais e globais, variáveis tipicamente associadas a flutuações econômicas em países emergentes. A escolha pela taxa de juros de novas concessões de crédito tem duas motivações adicionais: é uma variável diretamente influenciada pela política monetária e que também é afetada por outras alterações no mercado de crédito, que pode ter papel relevante particularmente na demanda por bens duráveis, como automóveis. As duas variáveis de controle exibem tendência ao longo da amostra, assim como a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) e a estimativa de taxa de juros real neutra presente no boxe "Revisão do modelo agregado de pequeno porte" do Relatório de Inflação de dezembro de 2021. Por isso, no modelo usaram-se os componentes cíclicos, obtido por filtro HP, dessas variáveis.

5/ Edelman e Kilian (2007) e Hamilton (2009) discutem o papel da confiança dos consumidores e de efeitos multiplicadores para a obtenção de uma elasticidade maior do que um.

Adicionalmente, os resultados sugerem que a resposta maior das famílias não vem necessariamente de cortar mais o consumo dos itens que subiram de preço, que são classificados como não-duráveis, mas de reduzir mais intensamente itens menos essenciais, como “semiduráveis e duráveis” (elasticidade de -2,9).<sup>6,7</sup> Efeito semelhante foi encontrado por Edelstein e Kilian (2007) e Hamilton (2009) para os Estados Unidos em resposta a choques no preço do petróleo.

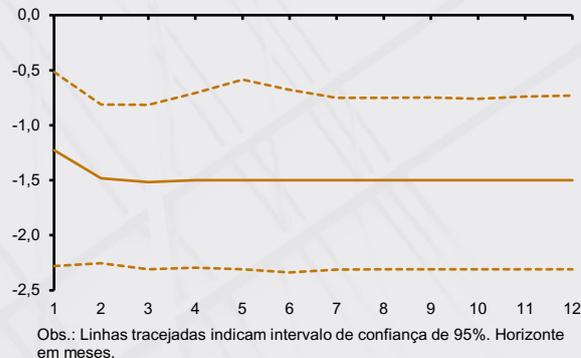
**Gráfico 2 – Consumo de bens**

Elasticidade acumulada a um choque no poder de compra



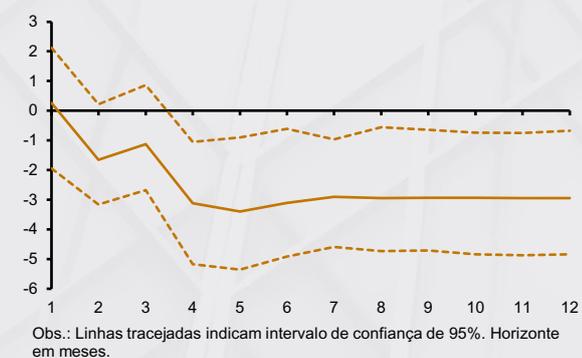
**Gráfico 3 – Consumo de bens não-duráveis**

Elasticidade acumulada a um choque no poder de compra



**Gráfico 4 – Consumo de bens duráveis e semi-duráveis**

Elasticidade acumulada a um choque no poder de compra



**Tabela 1 – Elasticidade do consumo a um choque de preços**

Elasticidade acumulada no período

Item	Meses		
	3	6	9
Bens	-1,5	-1,5	-1,6
Bens não-duráveis	-1,5	-1,5	-1,5
Bens duráveis e semi-duráveis	-1,1	-3,1	-2,9

Em resumo, os efeitos de choques de oferta sobre o consumo das famílias mostram-se rápidos, significativos e maiores para itens menos essenciais. A dissipação do choque de preços da energia elétrica ocorrido em 2021, diante do aumento do nível dos reservatórios das hidrelétricas e do fim esperado da cobrança da tarifa adicional decorrente da bandeira escassez hídrica, pode ser um fator positivo para o consumo em 2022. Por outro lado, o recente aumento substancial do preço de *commodities* em reais – especialmente petróleo e grãos, com altas associadas ao conflito no leste europeu e às condições climáticas no sul da América do Sul, inclusive do Brasil – pode contribuir negativamente para o consumo das famílias ao longo do ano.

## Referências

Edelstein, Paul e Kilian, Lutz. 2007. Retail Energy Prices and Consumer Expenditures. Working paper. University of Michigan.

Hamilton, James. 2009. Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08. Brookings Papers on Economic Activity.

6/ A elasticidade de bens não é necessariamente uma combinação convexa das elasticidades dos componentes da sua partição, pois os modelos são estimados de forma independente para o total e seus subgrupos.

7/ Os resultados mostraram-se robustos a uma série de especificações alternativas, como, por exemplo: fixação de ordens mais altas para o VAR; uso das variáveis exógenas em diferença, com defasagens; uso do Índice de condições financeiras calculado pelo BC como variável exógena (neste caso com uma amostra mais curta devido ao período de disponibilidade do índice). Em todos os casos o efeito do choque de preços sobre o consumo se mostrou pelo menos tão importante quanto no exercício base.

## Revisão da projeção do PIB para 2022

Este boxe apresenta a revisão da projeção central do Banco Central para a variação do Produto Interno Bruto (PIB) em 2022. Sob incerteza maior do que a usual, especialmente em virtude da rápida alteração no cenário global com o início da guerra na Ucrânia, projeta-se alta de 1,0% para o PIB de 2022, mesma previsão divulgada no Relatório de Inflação (RI) anterior (Tabela 1).

A surpresa positiva no PIB do quarto trimestre de 2021 elevou o carregamento estatístico para 2022 e sugere, especialmente com ajuste sazonal alternativo<sup>1</sup>, que a atividade vinha em processo de aceleração ao longo do segundo semestre de 2021. De modo geral, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) e outros indicadores mensais mostram recuo em janeiro, em parte explicado pelo aumento de infecções associado à variante Ômicron do coronavírus no mês.<sup>2</sup> Com a melhora rápida da pandemia desde então, espera-se que a queda seja revertida em fevereiro e março e que o nível de atividade no primeiro trimestre se situe acima do que era esperado no RI anterior. Esse resultado positivo esperado para o primeiro trimestre também favorece a projeção de crescimento no ano. Adicionalmente, mantém-se perspectiva favorável para alguns setores específicos, como a agropecuária e as atividades econômicas que ainda estão em processo de recuperação dos impactos negativos da pandemia.

Em sentido oposto, continua elevada a parcela de empresários na indústria que citam a escassez de matéria-prima como um fator limitante ao crescimento da produção. Ainda, dados qualitativos oriundos de sondagens empresariais indicam que os estoques do setor estão mais próximos dos níveis neutros ou adequados do que estiveram no final de 2020, quando vigorava a percepção de estoques insuficientes. Conseqüentemente, a recomposição de estoques não deve contribuir significativamente para o crescimento do setor em 2022.

O risco fiscal elevado e o processo de aperto monetário em curso continuam impactando as condições financeiras atuais e, conseqüentemente, a atividade econômica corrente e futura. O elevado nível corrente de incerteza econômica doméstica atua na mesma direção.

A elevação desde o último RI dos preços de *commodities* – intensificada mais recentemente pela escalada do conflito entre Rússia e Ucrânia e suas possíveis repercussões – e dos preços de produtos importados, embora atenuada pela recente apreciação do real, pode ser considerada um novo choque de oferta do ponto de vista da economia doméstica, com impacto altista sobre a inflação e negativo sobre a atividade econômica no curto prazo.<sup>3</sup> Por outro lado, os preços mais elevados de *commodities* podem aumentar a renda dos setores produtores desses bens, como a agropecuária e a indústria extrativa mineral, e incentivar a expansão da sua oferta, particularmente no médio prazo.

---

1/ Com ajuste sazonal alternativo, que minimiza a influência do período da pandemia sobre a estimação dos fatores sazonais e de calendário, as variações do primeiro ao quarto trimestre de 2021 são: 0,9%, -0,5%, 0,3% e 0,9%. Logo, a economia seria caracterizada por expansão mais robusta no segundo semestre, levando a um carregamento estatístico mais elevado para 2022 (0,7% no ajuste alternativo ante 0,3% no convencional). Mais detalhes sobre essa especificação alternativa para o ajuste sazonal podem ser encontrados no boxe “Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos” do Relatório de Inflação de junho de 2021.

2/ O desempenho da economia no final de 2021 e início de 2022 é discutido em mais detalhes na seção Atividade econômica deste relatório.

3/ O boxe “Choques de oferta, preços e consumo” deste relatório analisa o impacto de curto prazo dos choques de oferta sobre o consumo, através de seu efeito sobre o poder de compra das famílias via variação de preços.

Quanto aos riscos ao redor do cenário base, a possibilidade de restrições à atividade econômica em razão de limitações no fornecimento de energia elétrica diminuiu novamente com a melhora do cenário hídrico no Sudeste/Centro-Oeste. Os riscos associados à pandemia continuam sendo monitorados com atenção, mas agora em contexto de alta porcentagem de vacinados na população brasileira. A piora da crise sanitária em outros países pode atrasar a normalização das cadeias globais de produção e logística. Novas ações fiscais direcionadas à sustentação do consumo das famílias podem dar impulso adicional modesto a este componente. Entretanto, medidas que piorem as trajetórias esperadas de dívida pública ou que impactem negativamente os preços de ativos e elevem os prêmios de risco também podem prejudicar o crescimento esperado.

Por fim, sobressai-se o risco associado ao aumento substancial das tensões geopolíticas internacionais após o início da guerra entre Rússia e Ucrânia. A reduzida corrente de comércio do Brasil com os países diretamente envolvidos no conflito<sup>4</sup> sugere impacto limitado através desse canal. Entretanto, apesar desta corrente de comércio relativamente modesta, as importações brasileiras de adubos e fertilizantes, especialmente da Rússia, são expressivas – em 2021, 23% das importações de adubos e fertilizantes vieram deste país. Assim, disrupções permanentes na oferta destes bens poderiam ter implicações negativas para o plantio agrícola ao longo dos próximos trimestres. Além dos impactos já observados nos preços de diversas *commodities*, há também a possibilidade de: novos aumentos dos preços desses bens em caso de escalada ou prolongamento no conflito; novo atraso na normalização das cadeias globais de produção e logística; alta da aversão ao risco nos mercados financeiros globais com impacto sobre condições financeiras internacionais e locais; e, conseqüentemente, desaceleração da economia mundial maior do que a atualmente esperada.

No âmbito da produção, a estabilidade na projeção do PIB em relação à divulgada no último RI reflete recuo na previsão para a agropecuária e alta nos prognósticos para indústria e serviços.

A projeção de crescimento da agropecuária recuou de 5,0% para 2,0% desde o último RI, influenciada, principalmente, por piora nas estimativas para a safra de verão de grãos, notadamente a de soja, em virtude de escassez de chuvas nos estados do sul do país e no sul de Mato Grosso do Sul.<sup>5</sup> O volume de precipitações ainda não se normalizou nessas regiões, o que é um risco para a produção agrícola, em particular para a segunda safra de milho, que até o momento tem prognósticos positivos.

Na indústria, reduziu-se a previsão de queda de -1,3% para -0,3%, com piora na projeção para a indústria extrativa – refletindo atualizações nos prognósticos dos principais produtores – e melhora nas estimativas para as demais atividades. A surpresa positiva no quarto trimestre de 2021, em especial em construção e em produção e distribuição de eletricidade, gás e água<sup>6</sup>, elevou o carregamento estatístico do setor. Contudo, condições financeiras mais restritivas, alta no preço de insumos e elevação da incerteza, em grande medida associada à crise no leste europeu, podem dificultar o crescimento ao longo do ano.

A projeção para o setor de serviços em 2022 teve ligeira alta, de 1,3% para 1,4%. Apesar da relativa estabilidade na previsão agregada para o setor, houve alterações relevantes em alguns componentes. De um lado, destacam-se as altas nos prognósticos para serviços de informação e transporte, armazenagem e correio, atividades que apresentaram crescimento expressivo no quarto trimestre do ano. Em sentido oposto, a principal revisão ocorreu na previsão para atividades imobiliárias e aluguel, segmento que perdeu

4/ As exportações brasileiras de bens para Rússia, Ucrânia e Belarus representaram 0,7% das exportações do país em 2021, enquanto as importações provenientes desses países responderam por 2,9% do total importado, segundo dados da Secex.

5/ O prognóstico do IBGE para a safra de grãos de 2022 disponível na data de corte do último RI indicava produção de 270,7 milhões de toneladas, o que representaria alta de 6,9% em relação à produção de 2021, refletindo, em especial, a expectativa de estabilidade na produção de soja (0,2%) e de forte alta na produção de milho (20,6%). Contudo, no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de fevereiro, o IBGE reduziu a previsão para a safra de grãos de 2022 para 261,6 milhões de toneladas (alta de 3,3% em relação a 2021), repercutindo principalmente a alteração na previsão para a safra de soja, que passou de estabilidade em relação ao ano anterior para queda de 8,8%, em razão de falta de chuvas em importantes regiões produtoras.

6/ Parte da surpresa em produção e distribuição de eletricidade, gás e água deveu-se a participação de usinas termoeletricas no total da geração elétrica menor do que a esperada, decorrente da melhora do cenário hídrico no Sudeste/Centro-Oeste.

dinamismo no segundo semestre de 2021. A previsão de recuo para o comércio, setor que possui correlação positiva com o desempenho industrial, foi ligeiramente atenuada.

Com relação aos componentes domésticos da demanda agregada, a estimativa para a variação do consumo das famílias ficou estável em 1,1%, com o maior carregamento estatístico resultante de surpresa no quarto trimestre compensado pela expectativa de arrefecimento do consumo ao longo do ano, em cenário de aperto das condições financeiras e de inflação mais elevada. Houve ajuste marginal na previsão para o consumo do governo, revisto de 2,4% para 2,3%.<sup>7</sup> Por fim, a projeção de recuo da formação bruta de capital fixo (FBCF) foi revista de -3,0% para -1,5%.<sup>8</sup> O resultado acima do previsto no quarto trimestre, a manutenção da confiança de empresários dos setores de bens de capital e construção em níveis relativamente elevados e a perspectiva de elevação dos investimentos públicos contribuem para a melhora na projeção. Em sentido oposto atuam a piora das condições financeiras e a elevação das incertezas em relação à economia mundial e doméstica.<sup>9</sup>

As exportações e as importações de bens e serviços, em 2022, devem variar, na ordem, 2,0% e -2,0%, ante projeções de 2,5% e -1,5%, respectivamente, apresentadas no RI anterior. O recuo na previsão para as exportações reflete as revisões baixistas nas estimativas para agropecuária e para a indústria extrativa, enquanto a queda na projeção para as importações está associada ao aumento de preço de itens importados e a expectativa de redução do descolamento entre a evolução da atividade econômica e das importações, notadamente de bens intermediários, ocorrido em 2021<sup>10</sup>. Tendo em vista as novas estimativas para os componentes da demanda agregada, as contribuições da demanda interna e do setor externo para a evolução do PIB em 2022 são estimadas em 0,2 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente.

**Tabela 1 – Produto Interno Bruto**

Acumulado no ano

Discriminação	2021	Variação %	
		2022 <sup>1</sup>	
		Anterior	Atual
Agropecuária	-0,2	5,0	2,0
Indústria	4,5	-1,3	-0,3
Extrativa mineral	3,0	2,5	1,8
Transformação	4,5	-3,1	-2,6
Construção civil	9,7	0,1	3,3
Prod./dist. de eletricidade, gás e água	-0,1	-2,2	1,1
Serviços	4,7	1,3	1,4
Comércio	5,5	-2,6	-2,4
Transporte, armazenagem e correio	11,4	2,9	3,3
Serviços de informação	12,3	1,1	6,1
Interm. financeira e serviços relacionados	0,7	-0,5	-0,8
Outros serviços	7,6	4,3	4,3
Atividades imobiliárias e aluguel	2,2	1,0	0,2
Adm., saúde e educação públicas	1,5	2,4	2,3
Valor adicionado a preços básicos	4,3	1,1	1,1
Impostos sobre produtos	6,4	0,2	0,0
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>4,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>
Consumo das famílias	3,6	1,1	1,1
Consumo do governo	2,0	2,4	2,3
Formação bruta de capital fixo	17,2	-3,0	-1,5
Exportação	5,8	2,5	2,0
Importação	12,4	-1,5	-2,0

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

7/ Expectativa de elevação dos gastos governamentais – especialmente dos entes subnacionais, em cenário de certa folga de caixa desses governos – deve ter impacto limitado sobre o consumo do governo.

8/ Esta projeção considera que os elevados volumes de importações fictas no âmbito do Regime Aduaneiro Especial para Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural (Repetro) observados em 2020 e em 2021 não se repetirão em 2022.

9/ Boxe “Evolução recente da Formação Bruta de Capital Fixo” neste Relatório apresenta a evolução da formação bruta de capital fixo (FBCF), em especial no período pós pandemia, e discute perspectivas para o investimento nos próximos trimestres.

10/ Ver boxe “Dinâmica das importações em 2021 e descolamento da atividade econômica” neste Relatório.

## Situação do mercado de trabalho segundo indicadores alternativos

A análise do mercado de trabalho tornou-se mais complexa nos últimos dois anos. Além da interferência do choque econômico associado à pandemia, as principais fontes de dados sobre o assunto, a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e o Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged), do Ministério do Trabalho e Previdência (MTP), passaram por mudanças metodológicas importantes no período. Revisões recentes nessas fontes promoveram alguma aproximação dos seus resultados, mas persistem discrepâncias.<sup>1</sup> Nesse contexto, este box apresenta e discute brevemente alguns indicadores alternativos que complementam a avaliação do mercado de trabalho formal.

Entre os indicadores alternativos de desligamento (perda de emprego) ou de nível de emprego formal, podem ser citados os dados de requerimentos de seguro-desemprego, autorizações de saques do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) por motivo de rescisão, contas de FGTS com recolhimento e indicadores calculados pelo Banco Itaú e pela Confederação Nacional da Indústria (CNI).

Os dados de requerimentos de seguro-desemprego são divulgados quinzenalmente pelo Ministério do Trabalho e Previdência, com abertura setorial, e auxiliam na avaliação das demissões de postos formais (Gráfico 1). Entretanto, tendem a seguir as demissões com alguma defasagem, uma vez que os demitidos têm até 120 dias para requerer o benefício. Ademais, nem todos os demitidos requerem o seguro-desemprego, possivelmente por reconhecerem que não cumprem os requisitos legais.<sup>2</sup> Isso explica, em parte, porque os requerimentos de seguro-desemprego seguem estáveis na margem, enquanto os desligamentos do Caged crescem.



O número de contas do FGTS com autorizações de saques por motivo de rescisão de contrato<sup>3</sup> é fortemente correlacionado com os desligamentos do Caged (após a exclusão dos desligamentos voluntários e por justa causa, aposentadoria ou morte). Os dados do FGTS referendam a trajetória ascendente dos desligamentos nos

1/ Sobre o tema, ver a seção de mercado de trabalho de Relatórios de Inflação anteriores, em particular das publicações de março e dezembro de 2021.

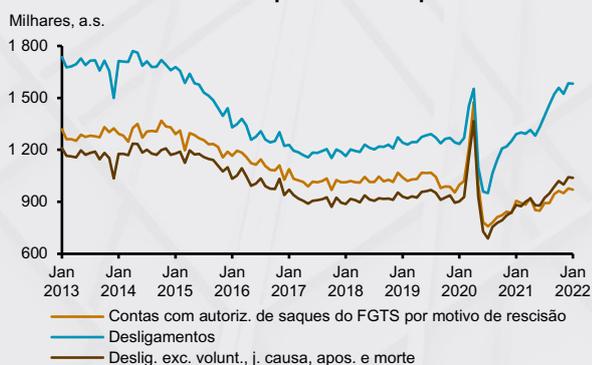
2/ As regras do seguro-desemprego foram alteradas pela Medida Provisória (MP) nº 665/2014 e pela Lei nº 13.134/2015.

3/ Os dados de permissões de saques de recursos do FGTS por motivo de rescisão contratual foram cedidos pela Caixa Econômica Federal (CEF). Incluem empregados domésticos, categoria não abrangida nas estatísticas do Caged. Para os optantes da modalidade saque-aniversário, são consideradas as permissões de saque referentes à multa rescisória.

meses recentes, em linha com a extinção gradual das garantias provisórias de emprego para os trabalhadores que firmaram acordos no âmbito do PEMER/BEm<sup>4</sup>. Porém, ao contrário da série do Novo Caged, as permissões de saques ainda estão abaixo do nível pré-pandemia (Gráfico 2). Como discutido no RI de março de 2021, esse é um indicativo contrário à hipótese de que os desligamentos medidos pelo Novo Caged subestimam o número real de demissões. De toda forma, tanto os dados do Caged como o indicador alternativo apontam elevação dos desligamentos desde o primeiro semestre de 2020, em linha com a recuperação conjunta da rotatividade do mercado de trabalho e da economia. Todas as variáveis, entretanto, permanecem abaixo de seus respectivos níveis máximos observados nos anos de 2013 e 2014.

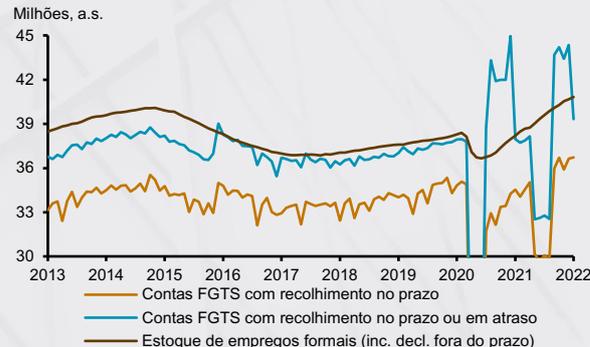
O número de contas do FGTS que recebem recolhimentos mensais<sup>5</sup> é *proxy* do estoque de trabalhadores formais ativos. Apesar de episódios de diferimento dos recolhimentos dificultarem a interpretação dos dados<sup>6</sup>, o número de contas com recolhimento mensal no prazo para janeiro desse ano já supera o patamar anterior à pandemia, ratificando a recuperação dos empregos formais apontada pelo Novo Caged (Gráfico 3).

**Gráfico 2 – Autoriz. de saques do FGTS por rescisão**



Fontes: CEF e MTP

**Gráfico 3 – Contas FGTS com recolhimento**



Fontes: CEF e MTP. Oscilações atípicas nos recolhimentos a partir do segundo trimestre de 2020 estão associadas a diferimentos permitidos.

O Índice Diário de Atividade Econômica – Emprego (IDAT-Emprego), indicador proprietário calculado pelo Banco Itaú, estima a variação interanual do estoque de emprego formal a partir de folhas de pagamentos de empresas clientes processadas pelo banco.<sup>7</sup> O comportamento do indicador aproxima-se mais dos resultados do Novo Caged, apontando que o nível de emprego formal está significativamente acima do observado antes da pandemia. No último trimestre de 2021, o IDAT-Emprego superava em 3,7% o registrado no mesmo período de 2019, enquanto o estoque de empregos no Novo Caged indicava variação de 6,5% e a população ocupada com carteira na PNAD Contínua, -1,0%. (Gráfico 4)

O emprego na indústria de transformação<sup>8</sup>, divulgado pela CNI, mostrou comportamento próximo ao do Novo Caged, com queda moderada durante a fase aguda da pandemia, seguida de recuperação rápida. Contudo,

4/ Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda/Benefício Emergencial.

5/ Dados cedidos pela CEF. Incluem contas de FGTS de empregados domésticos, os quais não são abrangidos nas estatísticas do Caged. A geração das guias de recolhimento do FGTS, assim como as informações de admissões e desligamentos do Novo Caged, está em processo de migração para o Sistema de Escrituração Digital das Obrigações Fiscais, Previdenciárias e Trabalhistas (eSocial).

6/ Os recolhimentos para o FGTS com vencimento em abril a junho de 2020 foram prorrogados para julho a dezembro de 2020 e os com vencimento em maio a agosto de 2021, para setembro a dezembro de 2021.

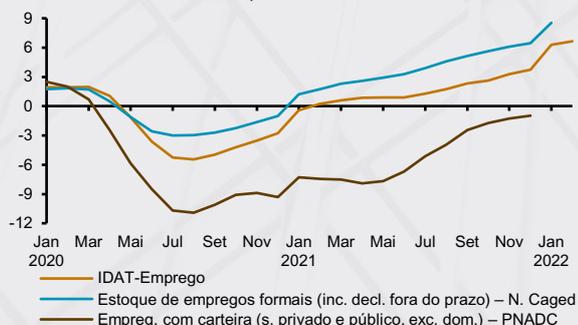
7/ Para detalhes sobre o IDAT-Emprego e o IDAT-Salário (citado mais à frente), ver relatórios "Macro Visão" de [6 de maio de 2021](#) e de [13 de maio de 2021](#). O IDAT-Emprego pode subestimar a evolução do emprego formal durante a pandemia, por não incluir parte dos vínculos mantidos com o PEMER – especificamente, no caso de contratos suspensos e sem pagamento compensatório pela empresa, situação possível em empresas com receita bruta inferior a R\$4,8 milhões em 2019.

8/ Segundo a [metodologia dos indicadores industriais calculados pela CNI](#), trata-se do total de pessoas empregadas remuneradas diretamente pelas empresas pesquisadas, com ou sem vínculo empregatício, com contrato de trabalho por tempo indeterminado ou temporário, ligadas ou não ao processo produtivo. São incluídas as pessoas que estejam temporariamente ausentes (férias, licenças etc), desde que afastadas do serviço ativo pelo prazo máximo de 30 dias. São excluídos membros do conselho administrativo, diretor ou fiscal que não desenvolveram qualquer outra atividade na empresa, estagiários, autônomos e pessoas que trabalham dentro das empresas pesquisadas, mas são remuneradas por outras empresas.

atualmente o indicador reflete situação intermediária entre aquelas sugeridas pela PNAD Contínua e pelo Novo Caged para o setor (na comparação entre os últimos trimestres de 2021 e 2019, variações de 3,7% no índice da CNI, 6,9% no estoque de empregos do Novo Caged e 2,2% na população ocupada com carteira da PNAD Contínua – dados da indústria de transformação). Na margem, o índice de emprego da CNI indica arrefecimento na geração de postos de trabalho (Gráfico 5).

**Gráfico 4 – IDAT-Emprego**

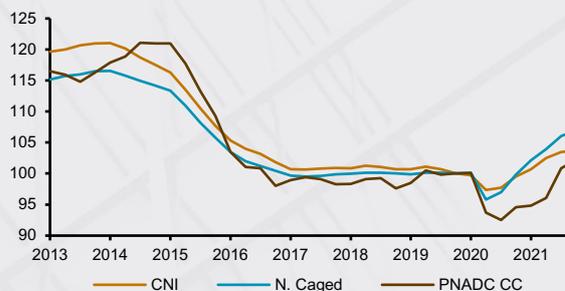
MM3M, var. % em rel. ao mesmo período de 2019



Fontes: IBGE, Itaú e MTP. IDAT-Emprego até fev/22, Novo Caged até jan/2022 e PNADC até dez/2021.

**Gráfico 5 – Emprego na indústria de transformação**

IV 2019 = 100, a.s.



Fontes: CNI, IBGE e MTP

Obs.: N. Caged refere-se ao estoque de empregos na ind. transformação, inc. declarações entregues fora do prazo; PNADC C.C corresponde aos empregados com carteira na ind. transformação.

Os indicadores alternativos do rendimento do trabalho aqui analisados são: reajustes obtidos nas negociações salariais e indicadores computados pelo Banco Itaú e pela CNI.

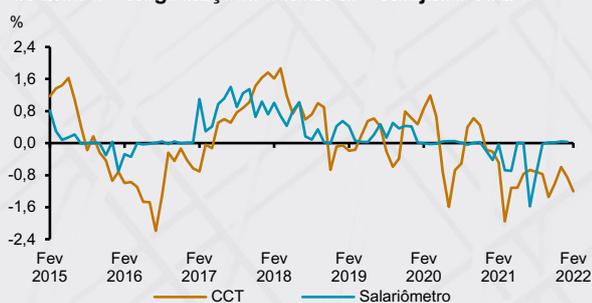
Para os empregados formais que mantiveram seus empregos, dados das convenções coletivas de trabalho (CCT)<sup>9</sup> indicam que os reajustes salariais não têm conseguido reposição completa da inflação. Os reajustes reais médios foram negativos ao longo de 2021 e no início de 2022 (Gráfico 6). De acordo com esses dados e sob a perspectiva setorial, os trabalhadores dos serviços e do comércio tiveram perdas maiores que a média em 2021. O percentual de convenções coletivas negociadas com reajustes inferiores à inflação também evidencia dificuldades para a recomposição salarial. 59% das convenções registradas em 2021 ficaram abaixo do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), percentual menor somente do que o observado em 2016 (Tabela 1). O número de negociações com reajustes parcelados também aumentou substancialmente ano passado<sup>10</sup>. Dados consolidados pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe) em seu Salariômetro a partir das negociações coletivas<sup>11</sup>, incluindo convenções e acordos nas cinco regiões geográficas, também indicam dificuldades para recomposição salarial, mas com melhora a partir de setembro. De acordo com a Fipe, aproximadamente 50% dos reajustes ficaram abaixo do INPC em 2021 (26% em 2020).

9/ Referem-se à 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. As duas métricas mostram resultados similares para 2021, mas o critério de início de vigência aponta perdas reais também em 2020, da ordem de 0,5%.

10/ Quando não se identifica o valor da compensação para esse parcelamento, essas convenções são expurgadas para o cálculo das estatísticas citadas.

11/ Dados das negociações coletivas, sejam os processados pelo BCB ou pela Fipe, não são ponderados pela quantidade de trabalhadores afetados, haja vista que essa informação não é disponibilizada nos documentos registrados no sistema Mediador.

**Gráfico 6 – Negociações coletivas – Reajuste real**



Fontes: MTP, elaboração BCB, e Fipe  
 Obs.: CCT ref. ao reajuste médio das conv. coletivas de SP e RJ, crit. data de registro no MTP, consol. pelo BCB, defl. INPC (t-5); Salariômetro ref. à mediana dos reajustes das conv. e acordos coletivos, consol. pela Fipe, defl. INPC (t-1), até jan/2022.

**Tabela 1 – Convenções coletivas de trabalho**  
 Reajuste em comparação com INPC (t-5)

Ano	N. CCT	Part. %		
		Abaixo	Igual	Acima
2009	961	19,4	10,6	70,0
2010	1 356	8,0	2,8	89,2
2011	1 358	7,7	5,4	86,9
2012	1 428	6,4	3,1	90,5
2013	1 535	12,7	3,6	83,6
2014	1 532	3,0	2,0	95,0
2015	1 364	29,3	7,9	62,8
2016	1 516	64,8	12,1	23,0
2017	1 139	33,1	10,0	56,9
2018	1 199	17,2	10,1	72,7
2019	1 358	33,0	12,8	54,2
2020	771	32,2	9,5	58,4
2021	1 038	59,0	8,3	32,8

Fonte: MTP, elaboração BCB

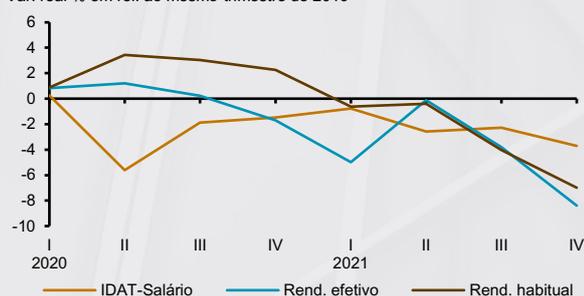
SP e RJ (desde 2012), critério data de registro no MTP. São consideradas as convenções para as quais foi possível coletar adequadamente o percentual de reajuste. Para definição de abaixo/acima, considera-se diferença (absoluta) maior que 0,1 p.p. em rel. à inflação.

O IDAT-Salário utiliza os mesmos dados básicos do IDAT-Emprego para estimar a variação interanual do salário médio nominal de trabalhadores formais. Não obstante oscilações associadas aos efeitos do PEMER, o indicador também sugere que o salário médio teve perdas reais desde o início da pandemia.<sup>12</sup> No trimestre terminado em dezembro último, o indicador acumula redução real de 3,7% em relação ao findo em dezembro de 2019 (Gráfico 7). No mesmo intervalo, entre os trimestres encerrados em dezembro de 2021 e dezembro de 2019, os rendimentos reais habitual e efetivo no trabalho principal dos empregados com carteira caíram 7,0% e 8,4%, segundo a PNAD Contínua. Logo, o IDAT-Salário sugere queda menos intensa do rendimento real.

A remuneração média real dos empregados na indústria de transformação<sup>13</sup>, divulgada pela CNI, mostra tendência de queda desde 2018, intensificada nos últimos meses, diante do aumento da inflação. Atualmente, o indicador está consideravelmente abaixo do registrado em 2019, em linha com o verificado na PNAD Contínua (Gráfico 8).

**Gráfico 7 – IDAT-Salário**

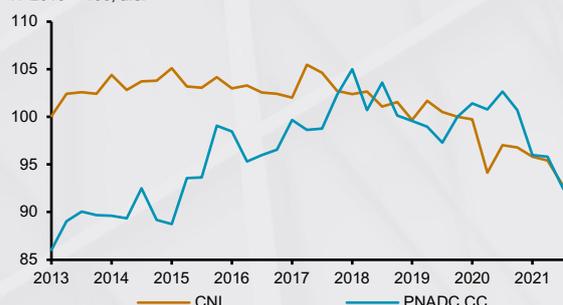
Var. real % em rel. ao mesmo trimestre de 2019



Fontes: IBGE e Itaú, elaboração BCB  
 Obs.: PEMER/ BEm influencia na queda muito acentuada do IDAT em 2020; rend. efetivo e habitual referem-se aos rendimentos médios do trabalho principal dos empregados com carteira na PNADC; deflator IPCA.

**Gráfico 8 – Rend. médio real na ind. de transformação**

IV 2019 = 100, a.s.



Fontes: CNI e IBGE  
 Obs.: PNADC CC refere-se ao rendimento médio efetivo dos trabalhadores com carteira na indústria de transformação (defl. IPCA).

12/ O numerador do indicador deve ter diminuído durante a vigência do PEMER devido à redução das folhas de pagamentos das empresas que adotaram suspensão de contrato ou redução de jornada e salário no âmbito do programa. O denominador do indicador, número de empregados pagos, deve ter diminuído menos que proporcionalmente, já que aqueles com jornada reduzida ainda recebiam salários parciais e empresas com receita bruta superior a R\$4,8 milhões em 2019 permaneciam obrigadas a pagar ajuda compensatória mensal no valor de 30% do salário para os empregados suspensos.

13/ Para outras informações sobre os indicadores, ver [metodologia](#) publicada pela CNI.

Um fator que poderia estar impactando negativamente os dados de rendimento médio real na PNAD contínua é a recuperação mais acentuada, recentemente, de empregos no setor informal, que tradicionalmente possuem remuneração média mais baixa. Estimativas com base nos microdados da PNAD Contínua indicam que mudanças na composição da população ocupada têm contribuído para a redução do rendimento médio no período recente. Contudo, mesmo ajustando para a composição em variáveis relevantes, o rendimento médio real tem recuado na margem, conforme apresentado na seção de mercado de trabalho do capítulo 1 deste Relatório.<sup>14</sup> A série original do rendimento efetivo segundo a PNAD Contínua recuou 7,0% e a corrigida para a composição diminuiu 5,8% no segundo semestre de 2021, sugerindo que o efeito composição teve papel limitado no recuo recente observado na série.

Informações de arrecadação da previdência social<sup>15</sup> são indicativas para a massa de rendimentos do trabalho formal. As receitas previdenciárias deflacionadas registram patamar pouco acima do observado em 2019, sugerindo crescimento moderado da massa de rendimentos real, aproximadamente 10% acima do indicado pela PNAD Contínua (Gráfico 9).

**Gráfico 9 – Arrecadação da previdência social**

Deflacionado pelo IPCA, MM3M, 2019 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e STN.  
Obs.: Oscilações atípicas na arrecadação previdenciária a partir do segundo trimestre de 2020 estão associadas a diferimentos dos recolhimentos das contribuições patronais permitidos. PNAD Contínua até dez/2021.

Em síntese, os indicadores alternativos do mercado de trabalho discutidos nesse box<sup>16</sup> apontam que a população ocupada no segmento formal se situa em patamar intermediário entre os apontados pela PNAD Contínua e pelo Novo Caged. De todo modo, corroboram a interpretação de que a ocupação formal já superou o patamar anterior à pandemia e mostra indícios de arrefecimento na margem. Adicionalmente, as informações referentes a rendimento indicam recomposição salarial incompleta, apesar de reajustes nominais elevados, e efeito composição sobre o rendimento médio real limitado. Os indicadores de rendimento e ocupação, vistos em conjunto, e a arrecadação previdenciária sugerem que a massa salarial no segmento formal pode ser maior que a apresentada pelos dados da PNAD Contínua.

14/ Para detalhes sobre esse tema, ver o box “Efeito da composição da população ocupada no rendimento do trabalho” no Relatório de Inflação de setembro de 2021.

15/ Oscilações atípicas nessa série a partir do segundo trimestre de 2020 estão associadas ao diferimento dos recolhimentos de contribuições.

16/ Entre os indicadores do mercado de trabalho, cabe mencionar ainda a Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) do MTP, cujos dados de 2021 serão disponibilizados apenas no final de 2022. A RAIS inclui ocupações formais do setor privado e do setor público, exceto empregados domésticos, e, assim como o Novo Caged, está em processo de transição para captação de informações pelo eSocial. De acordo com essa fonte, o total de vínculos ativos formais de emprego, incluindo ocupações nos setores privado e público, atingiu 46,2 milhões em dezembro de 2020, redução de 1% em relação a 2019 (-2,5% para estatutários; -0,7% para celetistas e demais). A remuneração média real em dezembro também registrou queda de 1%, mas com grande variabilidade entre as faixas de horas contratuais semanais e entre as atividades (remuneração efetivamente recebida em dezembro, excluindo 13º salário). Considerando somente contratos de 41 a 44 horas semanais, o que deve mitigar a interferência do PEMER/BE, a remuneração média real diminuiu 2,4%.

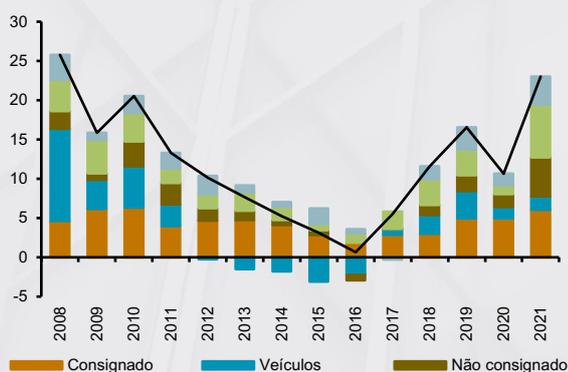
## Projeção para a evolução do crédito em 2022

Este boxe apresenta a revisão das projeções de crescimento do saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2022. As novas estimativas incorporam as informações de crédito divulgadas desde o último RI, assim como a evolução recente da conjuntura econômica.

Os dados do mercado de crédito divulgados desde o último Relatório surpreenderam positivamente, de forma que o saldo do crédito registrou em 2021 crescimento superior ao do ano anterior. Diferente de 2020, o resultado do ano passado refletiu a dinâmica do crédito às famílias, tanto no segmento livre como no direcionado, com destaques para cartão de crédito à vista e crédito pessoal não consignado, além de crescimento acentuado no crédito rural e nos financiamentos imobiliários. O saldo dos financiamentos às empresas desacelerou em relação a 2020, quando registrou a maior expansão desde 2008. Entre as modalidades livres do segmento, destacam-se a retomada das operações de desconto de duplicatas, antecipação de faturas de cartão de crédito e financiamento de veículos. O saldo das operações financiadas com recursos direcionados, por sua vez, terminou o ano relativamente estável, reflexo do encerramento da maioria dos programas emergenciais.

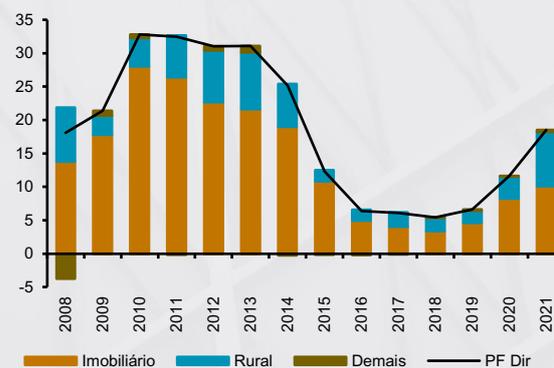
**Gráfico 1 – Crédito livre a pessoas físicas**

Var. % em 12 meses



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

Var. % em 12 meses



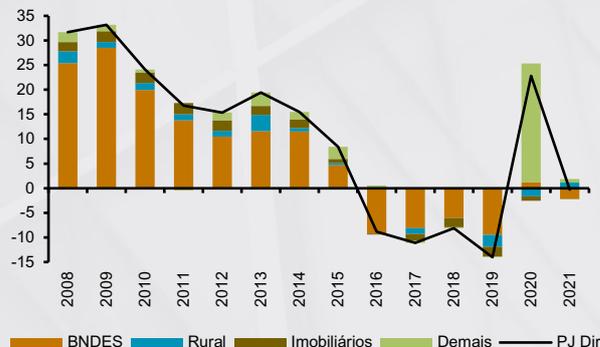
**Gráfico 3 – Crédito livre a pessoas jurídicas**

Var. % em 12 meses



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

Var. % em 12 meses



Para 2022, a projeção de crescimento do saldo de crédito foi reduzida de 9,4% para 8,9%, indicando redução no ritmo de crescimento em relação a 2021, em linha com a esperada desaceleração da atividade econômica e o ciclo de aperto monetário. No crédito às famílias, a projeção de crescimento do saldo com recursos livres foi mantida em 13,0%, enquanto no segmento direcionado houve redução, de 10,0% para 9,0%, resultado de

expectativas menores para as modalidades imobiliária e rural. Nos financiamentos às empresas, a projeção para o aumento do saldo foi elevada de 12,0% para 13,0% no segmento livre, incorporando cenário menos benéfico de captações no mercado de capitais e externo, em contexto de elevada incerteza doméstica e internacional. Por fim, houve redução na projeção do segmento direcionado, de -4,0% para -8,0%. Essa nova projeção deixa de incorporar novas concessões no âmbito do Pronampe, considerando o não provisionamento de recursos para novas operações até a data limite deste RI. A eventual aprovação destes recursos ou de novos programas de crédito direcionado para empresas levaria naturalmente a revisões da projeção.

**Tabela 1 – Saldo de crédito**

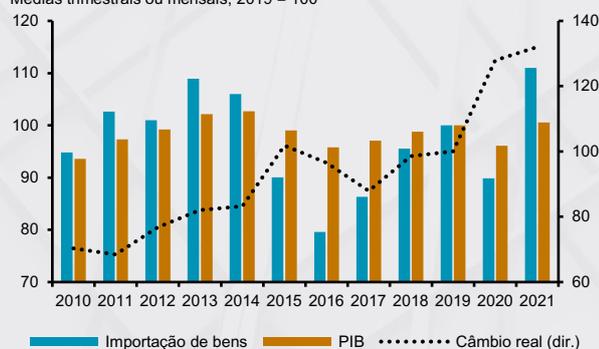
	Variação % em 12 meses				
	Ocorrido			Proj. 2022	
	2020	2021	Jan 2022	Anterior	Atual
Total	15,6	16,3	16,4	9,4	8,9
Livres	15,4	20,3	20,4	12,5	13,0
PF	10,7	23,0	23,8	13,0	13,0
PJ	21,2	17,3	16,5	12,0	13,0
Direcionados	15,9	10,9	10,9	4,8	2,8
PF	11,7	18,5	18,6	10,0	9,0
PJ	22,8	-0,3	-0,7	-4,0	-8,0
Total PF	11,1	21,0	21,5	11,7	11,2
Total PJ	21,8	10,5	9,8	6,3	5,7

# Dinâmica das importações em 2021 e descolamento da atividade econômica

Em 2021, as importações brasileiras de bens cresceram substancialmente acima do PIB. Esse descolamento ocorreu apesar do câmbio real em patamar historicamente desvalorizado, de problemas logísticos no comércio internacional e de interrupções no fornecimento de alguns produtos devido a dificuldades na cadeia mundial de suprimentos em atender a demanda global. Em comparação a 2019, período pré-pandemia, o volume das importações de bens e o PIB cresceram, respectivamente, 11,0% e 0,5%, enquanto o câmbio real se depreciou 32,0% (Gráfico 1).

**Gráfico 1 – PIB, importação de bens e câmbio real**

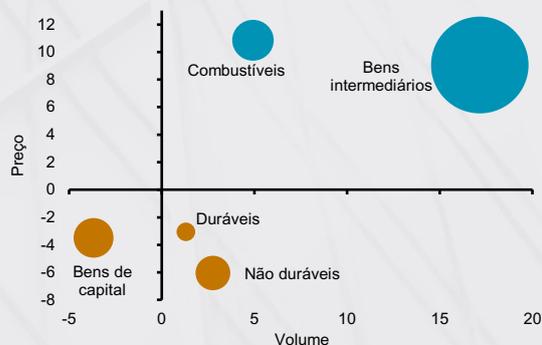
Médias trimestrais ou mensais, 2019 = 100



Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 2 – Importações por categoria**

Variação 2021/2019 (%)



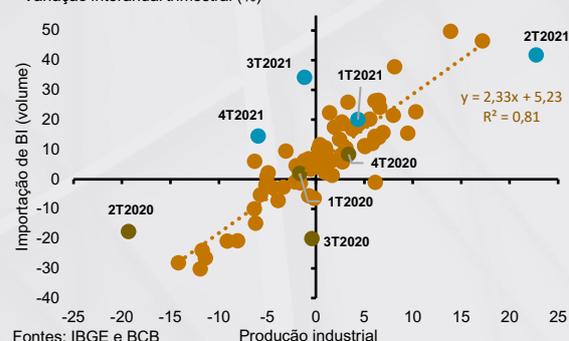
Obs.: A área dos círculos é proporcional ao valor importado em 2021.

Além do aumento das importações de combustíveis, resultado da demanda elevada em contexto de crise energética por escassez hídrica, destacaram-se no período os bens intermediários. Correspondendo a 66,0% da pauta de importação brasileira em 2021, o volume importado<sup>1</sup> da categoria no ano passado foi 17,2% maior do que em 2019, configurando o maior aumento entre as classificações de grandes categorias econômicas (CGCE) nessa comparação (Gráfico 2).

Parte substantiva dos bens intermediários (BI) importados serve como insumo para a indústria nacional, relação evidenciada pela forte correlação apresentada no Gráfico 3, que considera variações interanuais trimestrais das importações de BI (em volume) e da produção industrial (medida pela Pesquisa Industrial Mensal – PIM, do IBGE). Também nessa comparação, em que os movimentos cíclicos são mais correlacionados, os maiores desvios da relação histórica ocorreram no período posterior à pandemia. Em um primeiro momento (2T2020), a produção industrial caiu proporcionalmente mais do que o indicado pela relação histórica com as importações de BI. A produção se recuperou no trimestre seguinte e retornou para patamar próximo

**Gráfico 3 – Correlação entre prod. industrial e importação de BI**

Variação interanual trimestral (%)



Fontes: IBGE e BCB

1/ Todos os dados utilizados neste box referentes ao volume importado, incluindo suas aberturas, são referentes a índice de *quantum* de elaboração própria do Banco Central, construído utilizando dados da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) do ME seguindo metodologia da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

à relação histórica no final de 2020 e início de 2021. No segundo semestre de 2021, contudo, o volume importado de bens intermediários cresceu fortemente, enquanto a produção industrial recuava.

## Fertilizantes e vacinas

As importações classificadas como bens intermediários compõem um grupo heterogêneo, nem todo ele usado como insumo na produção industrial. Em particular, duas categorias de produtos com pouca importância como insumo da indústria e especialmente afetadas pela pandemia ajudam a explicar o comportamento da importação de BI no período: fertilizantes e vacinas.

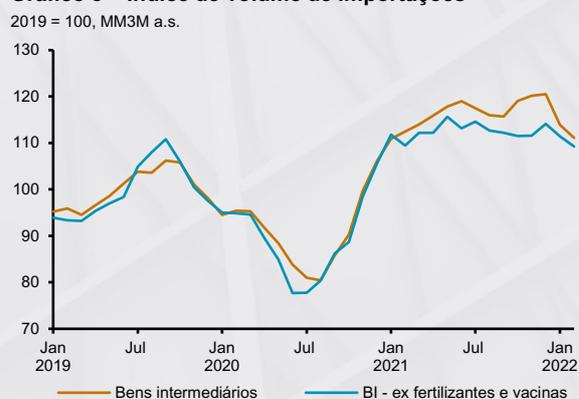
Em 2021, os valores importados de fertilizantes e vacinas foram os maiores da série histórica (Gráfico 4). O forte crescimento na compra de vacinas está associado diretamente ao esforço de controle da Covid-19. Já o aumento do volume importado de fertilizantes reflete o cenário prospectivo favorável para a produção de *commodities* agrícolas e o acúmulo precaucional de estoques, diante das dificuldades de elevação da oferta e das incertezas sobre a continuidade do fornecimento desses produtos por países importantes<sup>2</sup>. O aumento do valor importado de fertilizantes também reflete cenário de preços internacionais altos, influenciado por forte elevação nos preços de gás natural, importante insumo na fabricação de fertilizantes, especialmente os nitrogenados.

O Gráfico 5 compara a série original do volume de importações de BI com outra que exclui desse grupo as vacinas e fertilizantes<sup>3</sup>. Parte significativa do crescimento das importações de BI visto no segundo semestre de 2021 é explicada por esses dois produtos. No entanto, eles não são suficientes para explicar o descolamento entre importações de BI e produção industrial.<sup>4</sup>

**Gráfico 4 – Importações de vacinas e fertilizantes**



**Gráfico 5 – Índice de volume de importações**



## Importações de insumos e produção industrial

Como discutido acima, alguns produtos classificados como bens intermediários na importação podem não ser propriamente insumos para a indústria local. Assim, como medida alternativa ao volume de importação de bens intermediários, foi calculado um índice com base na estrutura da matriz de insumo-produto (MIP)

2/ Mais informações no [boletim logístico da Companhia Nacional de Abastecimento \(Conab\)](#).

3/ Nesse cálculo, foram excluídos as seguintes NCMS: 30022029, 30022019, 31021010, 31021090, 31022100, 31022910, 31022990, 31023000, 31024000, 31026000, 31027000, 31028000, 31029000, 31031010, 31031020, 31031030, 31031100, 31031900, 31032000, 31039011, 31039019, 31039090 e 31041000.

4/ A replicação do Gráfico 3 com essa nova série (não apresentado nesse box) continua a apontar descolamentos expressivos entre importações e produção industrial quando usada a série de importação de BI ex-fertilizantes e vacinas.

de 2015. Esse índice tende a selecionar e dar relevância a produtos mais usados como insumo pela indústria de transformação.<sup>5</sup> Ele é apresentado no Gráfico 6, em paralelo aos índices de produção da indústria de transformação e do volume importado de bens intermediários. Durante quase toda a amostra, o índice de insumos importados seguiu de perto as importações de BI. A menos dos períodos de recessão, ambos crescem continuamente, enquanto o nível de produção industrial mantém-se relativamente estagnado, o que pode caracterizar um processo estrutural de longo prazo de aumento da participação de bens importados na economia brasileira. Nos últimos meses, contudo, os insumos importados crescem abruptamente, descolando-se da série de importações de BI e, ainda mais, da produção industrial. Portanto, sob essa ótica, o descolamento aqui investigado fica ainda mais intenso.

A identificação dos insumos típicos de cada atividade industrial permite, adicionalmente, proceder com uma análise setorial. A produção de veículos automotores, um dos setores mais integrados às cadeias globais de produção e sensível ao suprimento de semicondutores, apresenta trajetória próxima à do índice de insumos importados do setor na maior parte da série histórica (Gráfico 7). No entanto, há recentemente um comportamento, similar ao registrado na série agregada, com forte aumento na importação de insumos, apesar da produção em nível deprimido e das interrupções das operações devido à escassez de componentes eletrônicos.

**Gráfico 6 – Indústria de transformação e importação**

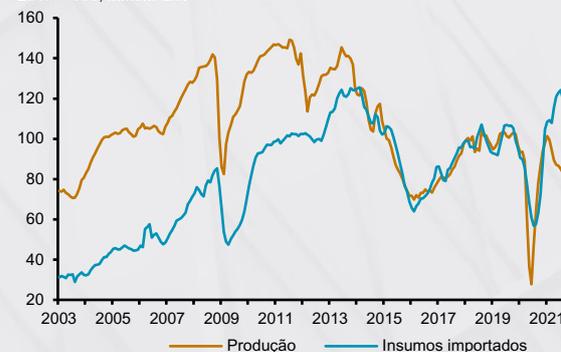
2019 = 100, MM3M com a.s.



Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 7 – Veículos automotores**

2019 = 100, MM3M a.s.



Fontes: IBGE e BCB

## Conclusão

Esse boxe analisou o significativo descolamento entre importações de bens e atividade econômica ocorrido em 2021, influenciado por crescimento expressivo das importações de BI. Mesmo em comparação à produção industrial, que demanda insumos importados tipicamente classificados como BI, o descolamento posterior à pandemia foi recorde. Esse último descolamento não é explicado pela forte importação de fertilizantes e vacinas no ano, itens mais relacionados a outros determinantes. O descolamento também se mantém quando uma agregação alternativa é utilizada para relacionar a importação e a atividade industrial.

Duas conjecturas são oferecidas para racionalizar esse evidência. Primeiro, é possível que a demanda aquecida e o bom nível de produção industrial verificados no fim de 2020 e início de 2021 tenham favorecido projeções otimistas para a produção no restante do ano e elevado a encomenda de insumos importados. Essa conjectura

5/ A partir da relação entre a Nomenclatura Comum do Mercosul (NCM) e produtos, construiu-se um índice de quantidade importada de cada produto da MIP, dado pela soma dos quilogramas líquidos de cada NCM (formas alternativas de agregação das NCMs, como a ponderação pelo valor do ano anterior, implicam resultados qualitativamente similares). Posteriormente, para cada atividade industrial descrita na MIP, calculou-se um índice de volume de insumos importados a partir da ponderação dos índices de volume importado de cada produto por sua participação no valor total de insumos importados da atividade industrial em questão. Por fim, o índice final de volume de insumos importados da indústria de transformação foi calculado a partir da agregação dos índices de insumos importados das diferentes atividades industriais, ponderando cada um pela participação da atividade industrial no valor total de insumos importados da indústria de transformação em 2015.

é corroborada pelas expectativas positivas da indústria naquele período, segundo sondagens empresariais. Segundo, é factível que tenha ocorrido uma mudança de comportamento dos agentes devido ao aumento de incerteza nas cadeias globais de produção e logística, que gerou interrupções no fornecimento de insumos, especialmente de componentes eletrônicos. Tal aumento de incerteza quanto ao prazo, quantidade e preço dos insumos importados, pode ter gerado um aumento precaucional nos volumes adquiridos, como forma de se precaver de possível escassez futura de insumos. Essas duas conjecturas se reforçam e apontam para atenuação do volume importado ao longo de 2022 dado o cenário atual com menor nível de consumo de bens, expectativas menos otimistas dos empresários industriais e indicativos de níveis de estoques menos desequilibrados na indústria.

## Projeções para as contas externas de 2022

**Tabela 1 – Projeções das contas externas**

Discriminação	US\$ bilhões			
	2021	2022	Projeção 2022	
	Ano	Jan	Anterior	Atual
Transações correntes	-28	-8	-21	5
Balança comercial	36	-2	52	83
Exportações	284	20	276	328
Importações	248	21	225	245
Serviços	-17	-1	-26	-26
dos quais: viagens	-2	0	-7	-7
dos quais: aluguel de equip.	-7	-1	-8	-8
Renda primária	-50	-5	-50	-56
dos quais: juros	-21	-3	-26	-26
dos quais: lucros e dividendos	-30	-2	-24	-30
Investim. passivos	106	10	66	66
IDP	46	5	55	55
Inv. carteira	21	5	11	11
Outros inv. passivos <sup>1</sup>	38	0	0	0

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

As projeções para as contas externas de 2022 sofreram alteração substancial em relação ao Relatório anterior. Em especial, a revisão incorpora a recente alta nos preços internacionais de *commodities*, resultando em aumento do saldo comercial e previsão de *superavit* para as transações correntes no ano.

O aumento significativo na projeção para as exportações reflete a expectativa de preços internacionais mais altos, com destaque para os preços do petróleo e de derivados, mais diretamente afetados pelas sanções impostas à Rússia em resposta à guerra na Ucrânia. Os preços de grãos também se elevaram diante das incertezas quanto ao impacto do conflito nas exportações dos países envolvidos, bem como nos preços internacionais de fertilizantes. Espera-se, por outro lado, crescimento menor do *quantum* exportado, com o impacto negativo de problemas climáticos sobre a safra de soja da região sul do país e com expectativas menores para a produção da indústria extrativa local.

O valor esperado das importações também foi afetado pela expectativa de preços internacionais mais altos, especialmente de combustíveis e fertilizantes. O *quantum* importado, no entanto, deve apresentar retração, mais em linha com a desaceleração da atividade doméstica – em particular, da indústria de transformação.<sup>1</sup>

Na conta de serviços, houve manutenção da projeção de *deficit* abaixo dos níveis pré-pandemia, refletindo a retomada lenta do turismo internacional, com impacto nas contas de viagens e transporte de passageiros. Também foi mantida a projeção de despesas líquidas com aluguel de equipamentos, próximas ao nível observado em 2021 e significativamente abaixo de anos anteriores. Neste caso, a mudança de patamar reflete as importações fictas de plataformas e equipamentos no âmbito da Repetro vistas nos últimos anos, que eram previamente remuneradas com pagamentos de aluguel.

Na renda primária, o aumento dos preços internacionais das *commodities* deve ter efeito positivo na lucratividade das empresas exportadoras e, somado ao nível de câmbio mais valorizado, resultar em maiores despesas com lucros e dividendos. Apesar de taxas de juros internacionais mais elevadas e de apreciação do real desde o Relatório anterior, a projeção para o *deficit* da conta de juros foi mantida em virtude dos resultados nos meses iniciais de 2022.

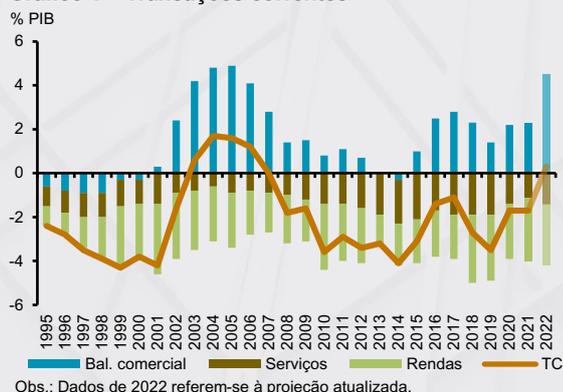
Nos passivos, manteve-se a projeção de investimento direto no país (IDP) em US\$55 bilhões, o que representa relativa estabilidade na métrica como proporção do PIB (2,9% em 2021 e 3,0% em 2022). Apesar das fortes remessas de lucros para o exterior ao final de 2021, que impactaram negativamente os reinvestimentos do IDP, 2022 se inicia com fluxos de entrada significativos. A evolução da pauta de privatizações e concessões,

1/ Mais informações no boxe "Dinâmica das importações em 2021 e descolamento da atividade econômica", publicado neste RI.

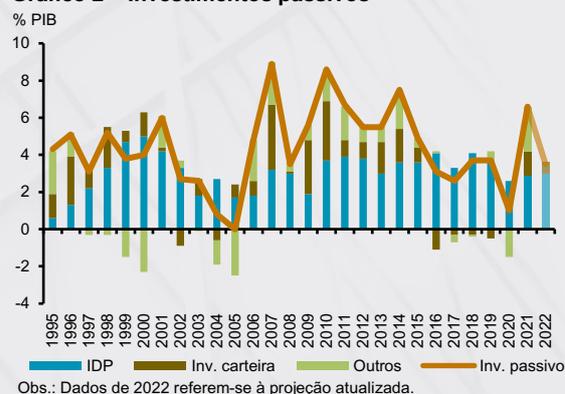
a necessidade de investimento no setor energético e de telecomunicações e o avanço das empresas de tecnologia durante a pandemia podem contribuir para os fluxos de participação no capital, que devem representar maior proporção no total do IDP. Para os investimentos em carteira foi mantida a projeção de entradas líquidas, com o bom resultado dos primeiros meses do ano contrabalançado pela expectativa de normalização monetária mais rápida nas economias avançadas e pelo menor apetite ao risco com o aumento das tensões geopolíticas.

De forma geral, a atualização das projeções reforça cenário favorável das contas externas. Projeta-se o primeiro *superavit* da conta corrente desde 2007, resultado do saldo comercial significativamente positivo – o maior valor em dólares da série histórica – e do patamar contido dos *deficits* em serviços e rendas. Os investimentos diretos no país, por sua vez, devem continuar em volumes relevantes.

**Gráfico 1 – Transações correntes**



**Gráfico 2 – Investimentos passivos**



# Repasse do preço do petróleo em reais para a inflação e mensuração de riscos

Variações no preço do petróleo têm influência grande sobre a inflação no Brasil, principalmente através de seu impacto sobre o preço da gasolina, combustível com maior peso na cesta de consumo das famílias. Em 2021, em particular, os combustíveis contribuíram com um terço da alta de 10,06% do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Além disso, as expressivas flutuações recentes do preço do petróleo tiveram papel relevante na evolução da projeção de inflação do Banco Central para 2022 desde o Relatório de Inflação anterior. Este boxe estuda o impacto do preço do petróleo em reais sobre a inflação, concluindo que esse é significativo e deve aumentar em 2022, representando substancial fonte de incerteza para a projeção de inflação deste ano.<sup>1</sup>

## Grau de repasse do preço do petróleo em reais para preços ao consumidor

Para melhor compreender o impacto das variações no preço do petróleo sobre a inflação e sua projeção de curto prazo, o passo inicial é avaliar seus impactos diretos. Esta medida é dada pelo percentual de repasse do preço do petróleo em reais para os preços na bomba. Em 2021, o preço do petróleo tipo *Brent* quando cotado em reais e o preço da gasolina ao consumidor final subiram 65% e 47%, respectivamente. Tais variações dão um primeiro indicativo da variável em questão. Apesar de haver outros fatores que afetam o preço da gasolina (como o preço do etanol), que podem confundir a análise e dificultar a identificação do grau de repasse, a elevação do petróleo foi tão expressiva no período em questão que tende a dominar os demais efeitos. Dessa forma, a simples divisão da alta da gasolina ao consumidor pela alta do preço do petróleo em reais serve como uma aproximação razoável do grau de repasse.<sup>2</sup>

A Tabela 1 apresenta estimativas simples do grau de repasse, considerando apenas variações que foram observadas em 2021. São apresentadas estimativas não só com o preço do petróleo em reais como divisor, mas também com preço da gasolina na refinaria (que varia de forma semelhante ao preço internacional) e com o preço da mistura entre gasolina pura e etanol. Tendo em vista as defasagens de repasse e o fato de que o preço do petróleo recuou de forma importante no final do ano, também são apresentadas contas em que a variação da gasolina no ano é dividida pela variação interanual dos condicionantes em novembro. O exercício sugere que o grau de repasse pode ser superior a 50%.<sup>3</sup>

**Tabela 1 – Estimativa simples do repasse de variações no preço de condicionantes para a gasolina ao consumidor em 2021**

	Variação interanual (%)	Repasse (gasolina / condicionante)
<b>Gasolina IPCA (dez/2021)</b>	<b>47</b>	
<b>Condicionantes (dez/2021)</b>		
Brent em R\$	65	73%
Gasolina A na refinaria	79	60%
Mistura (gasolina A + etanol)	73	65%
<b>Condicionantes (nov/2021)</b>		
Brent em R\$	95	50%
Gasolina A na refinaria	93	51%
Mistura (gasolina A + etanol)	88	54%

Fontes: IBGE, Cepea, Bloomberg e BCB

1/ Boxes recentes que trataram do tema são “Mensuração de riscos para a inflação associados a preços de energia”, no RI de setembro de 2019, e “Repasse dos preços internacionais para a gasolina”, no RI de junho de 2020.

2/ Se  $y = \beta x + \epsilon$  e  $x \gg \epsilon$ , então  $\beta \approx \frac{y}{x}$ .

3/ O preço do etanol, componente importante nos custos da gasolina ao consumidor, também subiu muito em 2021 (60%), em parte como resposta endógena ao preço do petróleo, mas também porque houve quebra da safra de cana-de-açúcar. A relevância deste fator exógeno sugere que o verdadeiro grau de repasse é menor que o apresentado nesse primeiro exercício.

O grau de repasse obtido nesse exercício simplificado é corroborado por análise mais detalhada, que utiliza a estrutura de custos do preço ao consumidor para calibrar um coeficiente teórico de repasse. No apêndice são apresentadas as contas que fundamentam a calibração. Os resultados são apresentados na Tabela 2.<sup>4</sup> Na parte superior da tabela são apresentadas as participações de cada componente no preço da gasolina e na parte inferior é exibida a estimativa do grau de repasse considerando diferentes hipóteses para a reação do preço do etanol.

**Tabela 2 – Estrutura de preços da gasolina ao consumidor e repasse de petróleo em reais**

	Dez/2020	Dez/2021	Dif. (p.p.)
<b>Formação do preço da gasolina ao consumidor</b>			
Gasolina na refinaria	28,6%	34,4%	5,9
Etanol anidro no atacado	14,5%	15,7%	1,1
Impostos federais	15,3%	10,3%	-5,0
Impostos estaduais	28,1%	27,0%	-1,1
Margens de distribuição e revenda	13,5%	12,6%	-0,9
<b>Repasse considerando diferentes hipóteses para a resposta do etanol</b>			
H1. Preço do etanol constante	39,8%	47,2%	7,4
H2. Razão de preços etanol/gasolina na bomba é constante <sup>1</sup>	54,4%	66,1%	11,7

1/ Considera que a variação do etanol hidratado na bomba é igual a 75% da variação do etanol anidro.

Usando pesos de dezembro de 2020, que são a base adequada para o cômputo do repasse do ano seguinte, o grau de repasse é calculado em 39,8% quando o preço do etanol é considerado exógeno e em 54,4% quando se considera uma resposta endógena do preço do etanol de modo a manter constante a razão de preços entre etanol e gasolina na bomba. É possível que o verdadeiro grau de repasse seja um valor intermediário entre os obtidos sob essas duas hipóteses.<sup>5</sup>

A partir dos pesos de dezembro de 2021, o grau de repasse para 2022 é calculado em 47,2% quando o preço do etanol é considerado exógeno e 66,1% quando é considerado endógeno – altas de 7,4 p.p. e 11,7 p.p., respectivamente, em comparação com as respectivas calibrações do grau de repasse para o ano anterior.

Ou seja, espera-se que o preço da gasolina em 2022 seja ainda mais sensível ao preço do petróleo. A maior sensibilidade reflete o fato de que preço da gasolina na refinaria – o componente mais sensível ao preço do petróleo – é atualmente mais importante na estrutura de custos do que era antes. O custo do etanol também ganhou relevância e contribui para o maior grau de repasse, quando o etanol é considerado endógeno. Os impostos federais, que não são sensíveis ao preço do petróleo, tiveram sua participação na estrutura de custos reduzidas de forma importante.

A influência do preço do petróleo em reais sobre a inflação ao consumidor será maior não apenas em razão do maior repasse, mas também pelo fato de que o peso da gasolina na cesta de consumo cresceu significativamente, de 4,9% para 6,6%. Como mostra a Tabela 3, se em 2021 um aumento de 10% do preço do petróleo em moeda local tinha impacto de 0,20 p.p. a 0,27 p.p. no IPCA, em 2022 esse impacto deve estar entre 0,31 p.p. e 0,43 p.p.

4/ A estrutura de formação de preço foi calculada pelo Banco Central a partir de diversas informações. Os números são semelhantes aos calculados e divulgados pelo Ministério de Minas e Energia (MME), no Relatório do Mercado de Derivados de Petróleo. O relatório referente a dezembro de 2021 não estava disponível para consulta quando da elaboração deste boxe.

5/ O exercício simples apresentado anteriormente sugere um grau de repasse mais próximo do limite superior, mas vale lembrar que aquele exercício é válido justamente sob a hipótese de que a maior parte da alta do etanol é endógena ao choque no preço do petróleo.

**Tabela 3 – Impacto no IPCA de uma alta de 10% no preço do petróleo em reais, via gasolina**

	Em 2021	Em 2022	Dif. (%)
<b>Peso da gasolina (%)</b>	4,9	6,6	33,7
<b>Repassse petróleo/câmbio para gasolina (%)</b>			
H1. Preço do etanol é constante	39,8	47,2	18,7
H2. Razão de preços etanol/gasolina na bomba é constante	54,4	66,1	21,4
<b>Impacto em administrados de alta de 10% do petróleo em R\$</b>			
H1. Preço do etanol constante	1,02	1,29	26,1
H2. Razão de preços etanol/gasolina na bomba é constante	1,40	1,80	29,1
<b>Impacto no IPCA de alta de 10% do petróleo em R\$</b>			
H1. Preço do etanol é constante	0,20	0,31	58,7
H2. Razão de preços etanol/gasolina na bomba é constante	0,27	0,43	62,4

## Volatilidade e mensuração de riscos para a inflação

O preço do petróleo é volátil. Recentemente, a volatilidade do preço do petróleo em reais<sup>6</sup> tem sido maior que a usual, ainda que o patamar seja substancialmente inferior ao observado em momentos de maior estresse no mercado (Gráfico 1). A volatilidade era 40% nas semanas que antecederam a guerra na Ucrânia – valor já superior à média de aproximadamente 30% desde 2006 – e passou para 50%.

**Gráfico 1 – Volatilidade do petróleo tipo Brent, em R\$**

Vol. da log-diferença, anualizada, %



Fonte: Bloomberg

1/ A volatilidade implícita para o petróleo em R\$ combina as volatilidades implícitas do petróleo e do real, considerando que a correlação dos retornos diários dos ativos é -0,5.

É possível calcular intervalos de probabilidade para a inflação que decorrem da volatilidade do petróleo em reais, usando como parâmetros a volatilidade e os graus de repasse discutidos anteriormente.<sup>7</sup> O resultado é apresentado na Tabela 4.

Mesmo considerando um intervalo com massa de probabilidade reduzida, de apenas 50%, espera-se que o preço do petróleo possa variar entre -24% e +31% em um ano.<sup>8</sup> Considerando esse intervalo e a hipótese de que o preço do etanol é endógeno, a incerteza em torno de um cenário projetado para a variação de preços administrados seria de -3,8 p.p. a +4,9 p.p.; para o IPCA a incerteza equivalente seria de -1,0 p.p. a +1,3 p.p. Considerando intervalo de previsão mais amplo, com massa de probabilidade de 95%, o intervalo em torno de um cenário central para o IPCA iria de -2,1 p.p. a +4,0 p.p.

6/ Combina a volatilidade do petróleo em dólar com a volatilidade do câmbio. Como os ativos apresentam correlação negativa moderada (próxima a -0,5), a volatilidade do petróleo em reais mostra patamar semelhante à da volatilidade do petróleo em dólar.

7/ Para este exercício foi utilizado o valor de 40% para a volatilidade, que é próximo ao valor observado antes do início da guerra na Ucrânia.

8/ A ausência de simetria se deve ao fato de que a variação medida em diferença logarítmica foi transformada em variação percentual.

**Tabela 4 – Intervalos de probabilidade ao redor de um cenário central, considerando volatilidade do petróleo em reais<sup>1</sup> e canal direto via gasolina**

			95%		
			50%		
			Central		
<b>Brent em R\$ (p.p.)</b>	-48,2	-23,6	0,0	31,0	93,1
<b>Etanol exógeno (repasso de 47,2%)</b>					
Na gasolina (p.p.)	-22,7	-11,2	0,0	14,6	43,9
Nos preços administrados (p.p.)	-5,5	-2,7	0,0	3,5	10,6
No IPCA (p.p.)	-1,5	-0,7	0,0	1,0	2,9
<b>Etanol endógeno (repasso de 66,1%)</b>					
Na gasolina (p.p.)	-31,9	-15,6	0,0	20,5	61,5
Nos preços administrados (p.p.)	-7,7	-3,8	0,0	4,9	14,8
No IPCA (p.p.)	-2,1	-1,0	0,0	1,3	4,0

Nota: a ausência de simetria é devida à conversão de diferença logarítmica para variação percentual.

1/ Considera volatilidade anualizada do  $dlog(\text{petróleo})$  de 40%.

Vale destacar que os intervalos apresentados levam em consideração apenas o impacto do preço do petróleo em reais via gasolina, desconsiderando o efeito direto do petróleo em reais sobre outros combustíveis e os efeitos indiretos sobre os demais preços da economia.<sup>9</sup>

Como destacado neste box, a elevada volatilidade do preço do petróleo, especialmente no contexto atual de aumento súbito do risco geopolítico internacional, e o aumento no grau do seu repasse para o preço da gasolina ao consumidor final resultam em incerteza e volatilidade substancial para as projeções de inflação, especialmente no curto prazo. Este ambiente de incerteza e volatilidade elevadas demanda serenidade para a avaliação dos impactos de longo prazo do atual choque e de seus impactos secundários sobre a inflação ao longo do horizonte relevante. É neste horizonte que os efeitos da política monetária são maiores, em oposição ao curto prazo, quando os efeitos de choques de *commodities* são sentidos mais intensamente.<sup>10</sup>

## Apêndice

Considere a seguinte decomposição do preço da gasolina na bomba em (R\$/l):

$$\underbrace{Y}_{\text{Preço na bomba}} = \underbrace{R}_{\text{Refinaria}} + \underbrace{A}_{\text{Etanol anidro}} + \underbrace{F}_{\text{Imp.federais}} + \underbrace{E}_{\text{Imp.estaduais}} + \underbrace{M}_{\text{Margem}}$$

Considerando variações percentuais (representadas pelas respectivas letras minúsculas) podemos escrever:

$$y = \gamma_R r + \gamma_A a + \gamma_F f + \gamma_E e + \gamma_M m$$

em que  $\gamma_i$  representa a contribuição percentual do componente  $i \in \{R, A, F, E, M\}$  para o preço (i.e.,  $\gamma_i = i/Y$ ).

9/ Caso se queira levar em conta o efeito via todos os combustíveis (domésticos e para veículos) é necessário fazer hipótese sobre o grau de repasse para todo o grupo. Considerando elasticidade igual à da gasolina, os intervalos de probabilidade seriam 43% maiores, dada a razão de pesos (9,4% para combustíveis e 6,6% para gasolina).

10/ Para uma discussão sobre as defasagens dos impactos sobre a inflação de choques nos preços de *commodities* e na política monetária sobre a inflação, vejam a seção “Choques de *commodities* e política monetária” do box “Revisão do modelo agregado de pequeno porte”.

Seja  $x$  a variação percentual no preço do petróleo em reais. Considere as seguintes hipóteses, que aproximam razoavelmente bem como os diversos componentes reagem a choques no preço do petróleo:

- $\frac{\partial r}{\partial x} = 1$ , que representa a proximidade entre a evolução do preço internacional do petróleo e a evolução do preço doméstico da gasolina na refinaria;
- $\frac{\partial f}{\partial x} = 0$ , que representa o fato de que os impostos federais estão fixados *ad rem*;
- $\frac{\partial e}{\partial x} = \frac{\partial y}{\partial x}$ , que representa o fato de que o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), imposto estadual, tem sua alíquota aplicada sobre o preço final do combustível;<sup>11</sup>
- $\frac{\partial m}{\partial x} = 0$ , hipótese simplificadora de que a margem de distribuição e revenda de combustíveis não é afetada pelo preço do petróleo em reais.

Com essas hipóteses, tem-se a seguinte expressão para o grau de repasse do preço do petróleo em reais para o preço da gasolina ao consumidor, ainda como função de como o preço do etanol anidro reage a choques no preço do petróleo:

$$\frac{\partial y}{\partial x} = \frac{\left(\gamma_R + \gamma_A \frac{\partial a}{\partial x}\right)}{(1 - \gamma_E)}$$

Para total calibração do grau de repasse, é necessário fazer uma hipótese para a resposta do preço do etanol anidro. O exercício apresentado neste box considera duas hipóteses bem diferentes, a fim de obter um intervalo razoável para o grau de repasse:

**H1 – Preço do etanol anidro independente do preço do petróleo.** A hipótese pode ser expressa como  $\frac{\partial a}{\partial x} = 0$ . Nesse caso, o grau de repasse é dado por:

$$\frac{\partial y}{\partial x} = \frac{\gamma_R}{1 - \gamma_E}$$

**H2 – Preço do etanol anidro varia de tal forma que a razão de preços etanol hidratado/gasolina, na bomba, é constante.** Seja  $h$  a variação do preço do etanol hidratado na bomba. A hipótese pode ser expressa como  $\frac{\partial h}{\partial x} = \frac{\partial y}{\partial x}$ . É preciso calibrar a relação entre o preço do etanol hidratado na bomba e o preço do etanol anidro no atacado. Considere que essa relação é representada por  $\frac{\partial h}{\partial a} = \kappa$ . O parâmetro  $\kappa$  pode ser calibrado usando a estrutura de custos do etanol, e um número de 75% é razoável. Então  $\frac{\partial a}{\partial x} = \left(\frac{\partial h}{\partial a}\right)^{-1} \left(\frac{\partial h}{\partial x}\right) = \kappa^{-1} \frac{\partial y}{\partial x}$ . Nesse caso, o grau de repasse é dado por:

$$\frac{\partial y}{\partial x} = \frac{\gamma_R}{1 - \gamma_E - (\gamma_A/\kappa)}$$

11/ Essa hipótese reflete a incidência do ICMS antes da aprovação da Lei Complementar nº 192, de 11.3.2022. Com o novo dispositivo, a alíquota de ICMS passa a ser *ad rem*, como ocorre com os impostos federais incidentes sobre combustíveis. A mudança ainda será disciplinada pelos estados e pelo Distrito Federal. Após a efetivação da mudança, a hipótese  $\partial e/\partial x = \partial y/\partial x$  para a resposta de curto prazo dos impostos estaduais deve ser substituída por  $\partial e/\partial x = 0$ , o que na prática reduz a sensibilidade do preço final da gasolina a variações no preço do petróleo em reais. Contudo, a alíquota pode ser alterada com periodicidade definida e a elasticidade de médio prazo pode ser a mesma que a apresentada neste box.

# Perspectivas para a inflação

# 2

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, os cenários apresentados neste capítulo utilizam 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.<sup>33</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 245ª reunião do Copom, realizada em 15 e 16.3.2022. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 11.3.2022, a menos de indicação contrária.

---

33/ 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

**Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária**

	Variação %					
	2021		2022		No trim. até fev.	12 meses até fev.
	Nov	Dez	Jan	Fev		
Cenário do Copom <sup>1/</sup>	1,18	0,65	0,15	0,66	1,47	9,90
IPCA observado	0,95	0,73	0,54	1,01	2,30	10,54
Surpresa	-0,23	0,08	0,39	0,35	0,83	0,64

Fontes: IBGE e BCB

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

Após surpreender para baixo em novembro,<sup>34</sup> a inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, surpreendeu novamente para cima no trimestre encerrado em fevereiro, revelando-se 0,83 p.p. maior que o esperado pelo Copom em seu cenário de referência de dezembro (Tabela 2.1.1). A pressão inflacionária também se mostrou maior que os analistas de mercado antecipavam, mas para eles a surpresa foi menor.<sup>35</sup>

Parte significativa da surpresa inflacionária no trimestre está relacionada à evolução do preço do petróleo, que caiu acentuadamente nas semanas que antecederam a data de corte do relatório anterior e em seguida mostrou forte recuperação. Combustíveis para veículos contribuíram com quase metade da surpresa com a inflação no trimestre. Também houve surpresa relevante sobre bens industriais. Não se trata apenas de compensação da surpresa baixista de novembro associada a descontos promocionais, tendo em vista que a surpresa superou em módulo a observada em novembro e foi abrangente. A alta dos preços dos alimentos também foi maior que o previsto, com impacto do clima extremo sobre preços de alimentos *in natura* e maior pressão sobre café, óleos e gorduras e panificados, que têm influência de preços de *commodities*. A alta dos preços de serviços veio em linha com o esperado, mas com composição distinta, havendo maior pressão sobre o componente subjacente. Por fim, os preços administrados ex-combustíveis apresentaram variação mais contida, em particular ônibus urbano e energia elétrica residencial. Todavia, a elevação do subitem emplacamento e licença foi maior que a esperada, com impacto relevante na projeção para 2022, posto que a variação mensal de janeiro é repetida ao longo do ano.

**Tabela 2.1.2 – Projeção de curto prazo**

	Variação %					
	2022					12 meses até maio
	Mar	Abr	Mai	No trim.		
Cenário do Copom <sup>1/</sup>	1,02	1,21	-0,14	2,10	10,56	

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte.

No cenário do Copom que considera trajetória cadente para o preço do petróleo ao longo de 2022 (ver Seção 2.2), as projeções de curto prazo consideram variações de 1,02% em março, 1,21% em abril e -0,14% em maio (Tabela 2.1.2). Caso se concretize, a inflação de 2,10% no trimestre implicará estabilidade da inflação acumulada em doze meses (10,54% em fevereiro e 10,56% em maio).

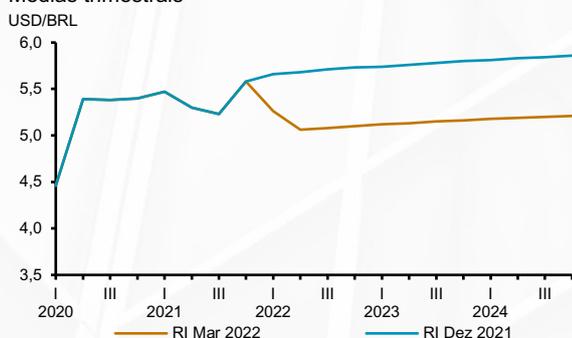
34/ O IPCA de novembro só foi divulgado após a data de corte do Relatório de Inflação de dezembro, não pertencendo ao conjunto de informação usado na construção da projeção apresentada naquele relatório.

35/ A mediana da inflação acumulada em dezembro, janeiro e fevereiro projetada pelos participantes do Focus em 3.12.2021 foi 1,97%. Os percentis 10 e 90 da distribuição foram 1,67% e 2,38%, respectivamente.

A principal pressão sobre a inflação ao consumidor no próximo trimestre decorre dos preços de combustíveis, refletindo a recente elevação do preço de petróleo. Os reajustes dos preços de produtos farmacêuticos, que sofrem grande influência da inflação passada, também devem ter importante contribuição. A contribuição dos preços administrados para a inflação no trimestre só não será maior porque é esperado, para maio, o fim da bandeira escassez hídrica e transição para bandeira amarela. Impactos da guerra entre Rússia e Ucrânia também são esperados sobre preços livres. Alimentos devem ter alta importante repercutindo esse choque e a continuidade dos efeitos do clima extremo. Espera-se que os preços de bens industrializados continuem apresentado alta relevante, apesar da redução das alíquotas de IPI, considerando a persistência das pressões sobre as cadeias de suprimentos e os preços de *commodities*, que foram inclusive agravadas pelo conflito. A inflação de serviços no trimestre deve recuar com a passagem do reajuste das mensalidades escolares mas se manter em patamar elevado, em especial o seu componente subjacente, que tem evolução mais suave e maior influência da inércia inflacionária. Com isso, as diversas medidas de inflação subjacente devem se manter acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação no período.

Por sua vez, no cenário em que o preço do petróleo segue trajetória contínua de crescimento à taxa de 2% a.a., as projeções são 1,02%, 1,21% e -0,09% para os meses de março, abril e maio, respectivamente.

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



## 2.2 Projeções condicionais

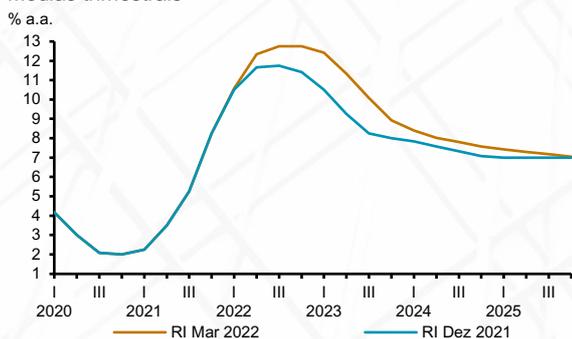
### Condicionantes

Os cenários para a inflação considerados são construídos utilizando vários condicionantes. A taxa de câmbio parte de USD/BRL 5,05<sup>36</sup>, inferior ao valor de USD/BRL 5,65 do Relatório anterior, e segue trajetória de acordo com a PPC<sup>37</sup> (Gráfico 2.2.1). As médias consideradas nos últimos trimestres de 2022, 2023 e 2024 são de USD/BRL 5,10, USD/BRL 5,16 e USD/BRL 5,21, respectivamente.

36/ 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.

37/ 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.

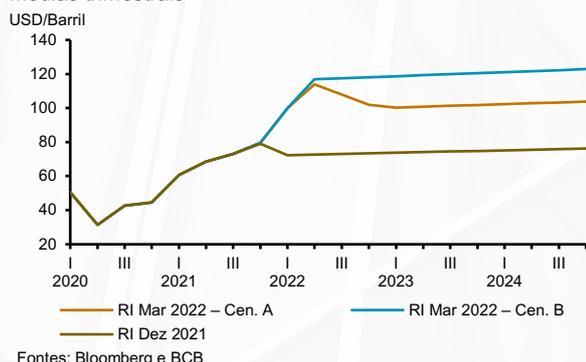
**Gráfico 2.2.2 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus**  
Médias trimestrais



No caso da taxa Selic, a mediana das expectativas extraídas da pesquisa Focus de 11.3.2022 foi de aumento de 10,75% a.a. para 11,75% a.a. na reunião de março, para 12,50% a.a. na de maio e para 12,75% a.a. na de junho, permanecendo nesse valor até a primeira reunião de 2023, quando entra em movimento declinante (Gráfico 2.2.2). Nessa trajetória, a taxa Selic chega ao final de 2023, 2024 e 2025 em 8,75% a.a., 7,50% a.a. e 7,00% a.a., respectivamente.<sup>38</sup> Na comparação com a pesquisa utilizada no Relatório anterior, realizada em 3.12.2021, a taxa Selic considerada é mais alta em todo o horizonte considerado.

Os cenários considerados utilizam 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 do forte movimento de piora e recuperação ao longo de 2020 e 2021 relacionado à pandemia da Covid-19, fica relativamente estabilizado ao longo do horizonte de projeção. A taxa de juros real neutra utilizada nas projeções é de 3,5% a.a. no horizonte considerado.<sup>39</sup> Os cenários também incorporam o fenômeno *La Niña* nas projeções. Em termos de bandeira tarifária de energia elétrica para o final de 2022, utiliza-se bandeira amarela. Para os finais dos anos-calendário de 2023 e 2024 também se utiliza bandeira amarela, o que equivale a pressupor bandeira considerada neutra do ponto de vista da projeção para a inflação desses anos.

**Gráfico 2.2.3 – Preço do petróleo Brent**  
Médias trimestrais



Fontes: Bloomberg e BCB

Com relação ao preço do petróleo considerado nas projeções, o cenário de referência utiliza a hipótese usual de considerar os valores em torno da média dos preços do petróleo vigentes na semana anterior à reunião do Copom e 2% de variação ao ano a partir de então. Assim, no cenário de referência, o preço do barril parte de valores em torno de USD118 em março, se elevando para cerca de USD121 no fim de 2023, ou seja, extrapolando para todo o horizonte relevante da política monetária o preço do petróleo resultante de uma conjuntura de mercado internacional particularmente anômala. Na última reunião do Copom (ver ata da 245ª reunião), o Comitê observou que o atual ambiente de incerteza e volatilidade

38/ Como descrito no box “Revisão do modelo agregado de pequeno porte”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2021, 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. Ressalta-se que 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.

39/ Para uma estimativa da taxa de juros real neutra, ver o box “Revisão do modelo agregado de pequeno porte”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

elevadas demanda serenidade para a avaliação dos impactos de longo prazo do atual choque e, portanto, optou por comparar essa hipótese com os preços de contratos futuros de petróleo, negociados em bolsas internacionais, e com projeções de agências do setor. Notou-se que ambos convergiam para um preço do barril abaixo de USD100 ao fim de 2022. O Copom concluiu então que seria adequado manter a hipótese usual no cenário de referência, mas adotar como mais provável um cenário com hipótese alternativa para a trajetória de preços do petróleo até o fim de 2022. Para as projeções a partir de 2023, o Comitê decidiu manter sua premissa mais conservadora, de preço de petróleo crescendo a 2% a.a. O Comitê considera que a divulgação de cenário alternativo é particularmente útil e informativa em ambiente altamente incerto. Neste capítulo, este último cenário é denominado “Cenário A”, por ser considerado de maior probabilidade, enquanto o de referência é denominado “Cenário B” (Gráfico 2.2.3).

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 de 2021 foi bastante afetada por i. forte elevação dos preços de bens transacionáveis em moeda local, em especial os preços de *commodities*; ii. bandeira de energia elétrica de escassez hídrica; e iii. desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos e gargalos nas cadeias produtivas globais.<sup>40</sup>

Em 2022, em virtude das condições pluviométricas favoráveis, espera-se que a energia elétrica seja um fator desinflacionário. Por outro lado, os preços de *commodities* voltaram a subir, principalmente em função do conflito entre Rússia e Ucrânia, com destaque especial para os preços do petróleo. Considerando os valores do *Brent* vigentes durante a semana anterior à data das reuniões do Copom, o

---

40/ Ver Carta Aberta do Presidente do BCB ao Ministro da Economia e Presidente do CMN, em 11.1.2022 (disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>) e o box “Decomposição da Inflação de 2021”, deste Relatório.

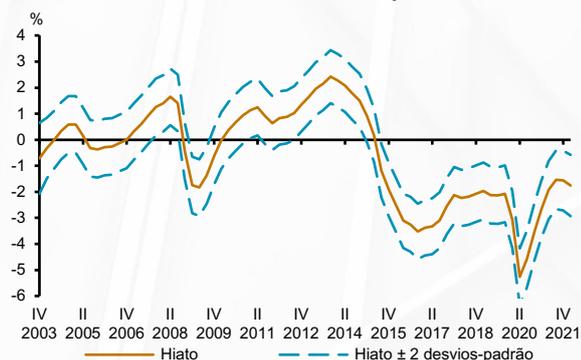
preço do petróleo, nesta última reunião, aumentou 38,0% na comparação com a reunião de fevereiro e 74,5% na comparação com a reunião de dezembro (Relatório de Inflação de dezembro). No mesmo critério, o IC-Br em dólar aumentou 13,7% e 24,7%, respectivamente. No sentido contrário, a moeda nacional apreciou 7,8% e 11,5%, amenizando somente parcialmente o crescimento do preço de *commodities*. Por outro lado, os gargalos nas cadeias produtivas globais ainda têm pressionado os índices de inflação e tendem a se agravar com o conflito entre Rússia e Ucrânia.

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.<sup>41</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 nível de utilização da capacidade instalada (Nuci, calculado pela FGV), a taxa de desocupação (medida pelo IBGE) e o estoque de empregos formais medido pelo Caged do Ministério do Trabalho e Previdência.<sup>42</sup> 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 a metodologia descrita acima, o hiato do produto estimado interrompeu sua trajetória de fechamento, que vinha ocorrendo depois de atingir vale no segundo trimestre de 2020 como resultado da pandemia (Gráfico 2.2.4). Depois de alcançar -1,5% no terceiro trimestre de 2021, o hiato é estimado em -1,6% e -1,8% para o quarto trimestre de 2021 e primeiro de 2022, respectivamente.<sup>43</sup> Por outro lado, essas estimativas indicam um hiato um pouco mais fechado do que o apresentado no Relatório anterior, refletindo principalmente o comportamento melhor do que o esperado para o PIB e a taxa de desocupação.

O PIB, depois de atingir os níveis pré-pandemia no primeiro trimestre de 2021 e apresentar queda e relativa estabilidade nos dois trimestres seguintes,

**Gráfico 2.2.4 – Estimativa do hiato do produto**



Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2022T1.

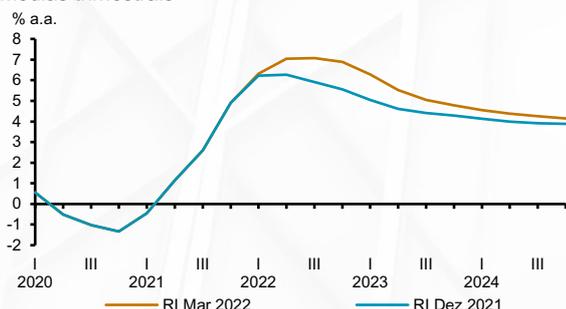
41/ Ver o boxe “Revisão do modelo agregado de pequeno porte”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

42/ Utilizam-se séries ajustadas sazonalmente.

43/ Para o primeiro trimestre de 2022, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

cresceu 0,5% no último trimestre de 2021, na comparação com o trimestre anterior, ajustado sazonalmente. Os indicadores de mercado de trabalho permanecem evoluindo de forma positiva. A taxa de desocupação continuou sua trajetória de declínio iniciada no início de 2021, chegando no final do ano a níveis semelhantes aos vigentes antes da pandemia. No mesmo sentido, as contratações líquidas medidas pelo Caged continuam no campo positivo. O Nuci tem oscilado em torno de níveis semelhantes aos vigentes no segundo semestre de 2021 e superiores aos pré-pandemia. O hiato do produto projetado continua seu movimento de abertura ao longo de 2022, atingindo -2,3% no último trimestre, retomando depois trajetória de redução de sua abertura. O principal fator para esse comportamento é o movimento verificado da taxa Selic (elevação total de 8,75 p.p. ocorrida desde a reunião de março de 2021 até a de fevereiro de 2022) e sua trajetória futura extraída da pesquisa Focus, que apresenta continuação da elevação até junho de 2022 e queda a partir do início do ano seguinte.

**Gráfico 2.2.5 – 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.

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 novo crescimento ao longo do horizonte de projeção (Gráfico 2.2.5). 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 métrica, depois de atingir vale de -1,3% no último trimestre de 2020, a taxa de juros real entra em trajetória rapidamente ascendente, alcançando pico de 7,1% no terceiro trimestre de 2022. Depois entra em queda, atingindo 4,8% ao fim de 2023 e 4,2% no final de 2024, acima ainda da taxa real neutra considerada, de 3,5% a.a.

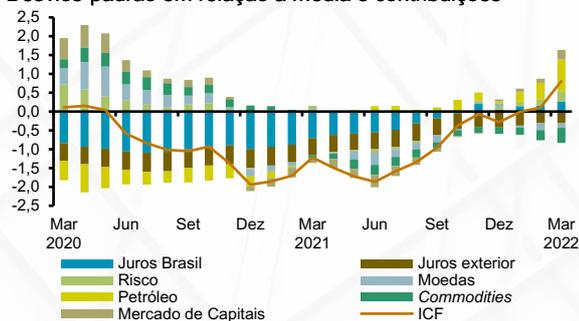
Os níveis de incerteza na economia têm pesado negativamente sobre o hiato do produto. No final do ano passado e início deste ano, a incerteza foi afetada pela nova onda da pandemia da Covid-19, com o surgimento da variante Ômicron, mas com efeitos preponderantemente de curto prazo em função da reversão da onda de infecções ainda no primeiro trimestre do ano. A inflação elevada e questões associadas ao fim dos estímulos monetários nos países avançados surgem como elementos de incerteza. Mais

**Gráfico 2.2.6 – 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: 3.3.2020–11.3.2022.

**Gráfico 2.2.7 – 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 mar/2022 refere-se à média até o dia 11.

**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 dezembro	RI de março		Diferença (p.p.)	
				Cen. A	Cen. B	Cen. A	Cen. B
2022	I		9,3	10,6	10,6	1,3	1,3
2022	II		8,2	10,5	10,6	2,3	2,4
2022	III		6,4	8,4	8,8	2,0	2,4
2022	IV	3,50	4,7	6,3	7,1	1,6	2,4
2023	I		4,5	4,6	5,6	0,1	1,1
2023	II		4,4	4,0	4,9	-0,4	0,5
2023	III		3,5	3,4	4,1	-0,1	0,6
2023	IV	3,25	3,2	3,1	3,4	-0,1	0,2
2024	I		2,9	2,8	3,1	-0,1	0,2
2024	II		2,7	2,5	2,7	-0,2	0,0
2024	III		2,6	2,4	2,5	-0,2	-0,1
2024	IV	3,00	2,6	2,3	2,4	-0,3	-0,2

44/ 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.

recentemente, o quadro passou a ser dominado pelo conflito entre Rússia e Ucrânia. O comportamento da incerteza dependerá também da avaliação sobre a trajetória de variáveis fiscais domésticas, como o gasto público, o resultado primário e a dívida pública.

As condições financeiras, depois de leve afrouxamento em dezembro de 2021, ficaram mais restritivas nos meses seguintes, especialmente após o início do conflito entre Rússia e Ucrânia, como refletido no Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BCB (Gráficos 2.2.6 e 2.2.7).<sup>44</sup> Os principais fatores para as condições financeiras mais restritivas foram a forte elevação do preço do petróleo, a queda nas bolsas de valores no mundo, a elevação do *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX), o crescimento das taxas de juros futuras no Brasil, nos EUA e em outros países avançados e a valorização do dólar a nível internacional. No sentido contrário, atuaram a apreciação do real, a elevação dos preços de *commodities* agrícolas e metálicas e a valorização da bolsa doméstica. 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 aumentou de 5,02% para 6,45% para 2022, de 3,50% para 3,70% para 2023 e de 3,10% para 3,15% para 2024.

## Projeções de inflação

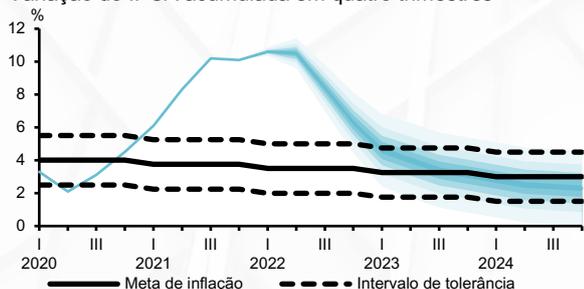
As projeções apresentadas representam a visão do Copom e são resultado da combinação dos seguintes elementos: i. projeções de especialistas para preços livres para horizontes mais curtos e para preços administrados até determinado horizonte; ii.

**Tabela 2.2.2 – Projeção de inflação e intervalos de probabilidade – Cenário A, Selic Focus e câmbio PPC**  
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

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

**Gráfico 2.2.8 – Projeção e leque de inflação – Cenário A, Selic Focus e câmbio PPC**

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres



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

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

Ano	Limite inferior	Probabilidade de ultrapassar o limite inferior	Limite superior	Probabilidade de ultrapassar o limite superior	%	
2022	2,00	0	5,00	88		
2023	1,75	17	4,75	12		
2024	1,50	28	4,50	6		

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

utilização de modelos macroeconômicos, de modelos satélites e de modelos específicos para os itens de preços administrados; iii. emprego de determinadas trajetórias para os condicionantes; e iv. avaliação sobre o estado e perspectivas da economia.

Na projeção do Cenário A, que utiliza trajetória descendente para o preço do petróleo em 2022, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres atinge pico de 10,6% no primeiro trimestre de 2022, caindo para 6,3% no final do ano, acima do limite superior do intervalo de tolerância (5,00%) da meta para a inflação (3,50%). A inflação projetada cai para 3,1% em 2023 e 2,3% em 2024, diante de metas para a inflação de 3,25% e 3,00%, respectivamente (tabelas 2.2.1 e 2.2.2 e Gráfico 2.2.8).

Por sua vez, na projeção do Cenário B, que utiliza hipótese usual para a trajetória do preço do petróleo, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres fica em 10,6% nos dois primeiros trimestres do ano, caindo para 7,1% no final do ano, também acima do limite superior do intervalo de tolerância (5,00%) da meta para a inflação (3,50%). A inflação projetada cai para 3,4% em 2023 e 2,4% em 2024, diante de metas para a inflação de 3,25% e 3,00%, respectivamente (Tabelas 2.2.1).

Em termos de probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância (Tabela 2.2.3), destaca-se o aumento da probabilidade de a inflação ficar acima do limite superior em 2022, que passou de cerca de 41% no Relatório anterior para em torno de 88% no Cenário A e 97% no Cenário B.

Na comparação com o Relatório de Inflação anterior, no Cenário A, as projeções de inflação subiram para 2022 e caíram para 2023 e 2024, enquanto, no Cenário B, subiram para 2022 e 2023 e reduziram para 2024 (Tabela 2.2.1). Especificamente para 2022, destaca-se a inflação observada 0,74 p.p. maior do que a prevista para o período de janeiro e fevereiro e a elevação da projeção de inflação de curto prazo (ver Seção 2.1), que se propaga no horizonte via inércia inflacionária. No curto prazo, destaca-se o impacto do forte crescimento do preço do petróleo. Ressalta-se, no sentido contrário, a trajetória de taxa Selic ainda mais elevada em relação ao valor considerado como neutro.

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;
- forte elevação do preço do petróleo;
- propagação via inércia inflacionária das pressões correntes;
- crescimento das expectativas de inflação da pesquisa Focus; e
- indicadores de atividade econômica mais fortes do que o esperado.

Principais fatores de revisão para baixo:

- trajetória mais elevada da taxa Selic da pesquisa Focus, que representou um aumento da taxa real considerada;
- apreciação cambial;
- mudança da bandeira de energia elétrica considerada para o final de 2022, de vermelha patamar 2 para amarela;
- queda da incerteza econômica, medida pelo Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), produzido pela FGV, em valores inferiores aos considerados nas projeções; e
- no caso do Cenário A, utilização de trajetória de queda do preço do petróleo ao longo de 2022.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em fevereiro (244ª reunião), houve, no caso do Cenário A, aumento de 0,9 p.p. para 2022 e queda de 0,1 p.p. para 2023 e, no caso do Cenário B, elevação de 1,7 p.p. e 0,2 p.p. para 2022 e 2023, respectivamente (ver Ata da 244ª reunião). Os fatores principais foram basicamente os mesmos apontados na comparação com as projeções do Relatório anterior.

Quando se consideram os grupos de preços livres e administrados (Tabela 2.2.4), nota-se que as projeções de ambos os grupos subiram para 2022, quando comparadas com as do Relatório anterior. Para 2022, destaca-se como itens inflacionários os combustíveis, emplacamento e licença e produtos farmacêuticos e, como item desinflacionário, energia elétrica residencial, em função da bandeira considerada. Por outro lado, a inflação de preços livres vai se reduzindo ao longo do tempo na medida em que os efeitos da inércia vão se dissipando e os efeitos da trajetória da taxa de juros real utilizada acima da taxa neutra passam a predominar.

**Tabela 2.2.4 – Projeções de inflação de preços livres e administrados – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC**  
Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	%					
	IPCA		IPCA Livres		IPCA Administrados	
	Cen. A	Cen. B	Cen. A	Cen. B	Cen. A	Cen. B
2022	6,3	7,1	6,2	6,3	6,6	9,5
2023	3,1	3,4	2,3	2,5	5,2	5,9
2024	2,3	2,4	2,0	2,0	3,1	3,3

As projeções do Copom envolvem uma série de riscos. O Copom, em sua 245ª reunião, ressaltou os seguintes riscos:

- Por um lado, uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento nos preços das *commodities* internacionais em moeda local produziria trajetória de inflação abaixo dos seus cenários; e
- Por outro lado, políticas fiscais que impliquem impulso adicional da demanda agregada ou piores a trajetória fiscal futura podem impactar negativamente preços de ativos importantes e elevar os prêmios de risco do país. Apesar do desempenho mais positivo das contas públicas, o Comitê avalia que a incerteza em relação ao arcabouço fiscal mantém elevado o risco de desancoragem das expectativas de inflação, mas considera que esse risco está sendo parcialmente incorporado nas expectativas de inflação e preços de ativos utilizados em seus modelos. O Comitê segue considerando uma assimetria altista no balanço de riscos.

Também pode ser mencionada, como risco para cima, uma percepção do mercado de normalização da política monetária nos EUA em ritmo mais acelerado, que poderia afetar os preços de importantes ativos. Adiciona-se ainda a possibilidade de pressão de preços industriais e agrícolas mais persistente do que a considerada, em função das consequências do conflito entre Rússia e Ucrânia.

Por fim, ressaltam-se as elevadas incertezas envolvidas na evolução do preço do petróleo, cujo comportamento tem impacto significativo nas projeções de inflação.

## 2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

No cenário externo, o ambiente se deteriorou substancialmente. O conflito entre Rússia e Ucrânia levou a um aperto significativo das condições financeiras e aumento da incerteza em torno do cenário econômico mundial. Em particular, o choque de oferta decorrente do conflito tem o potencial de exacerbar as pressões inflacionárias que já vinham se acumulando tanto em economias emergentes quanto avançadas.

Em relação à atividade econômica brasileira, a divulgação do PIB do quarto trimestre de 2021 apontou ritmo de atividade acima do esperado.

A inflação ao consumidor seguiu surpreendendo negativamente. Essa surpresa ocorreu tanto nos componentes mais voláteis como nos itens associados à inflação subjacente.

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 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 6,4% e 3,7%, respectivamente.

Em sua reunião mais recente (245ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 11,75% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete a incerteza ao redor de seus cenários e um balanço de riscos com variância ainda maior do que a usual para a inflação prospectiva, e é compatível com a convergência da inflação para as metas ao longo do horizonte relevante, que inclui os anos-calendário de 2022 e, principalmente, 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 seus cenários para a inflação envolvem fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento nos preços das *commodities* internacionais em moeda local produziria trajetória de inflação abaixo dos seus cenários. Por outro lado, políticas fiscais que impliquem impulso adicional da demanda agregada ou piores a trajetória fiscal futura podem impactar negativamente preços de ativos importantes e elevar os prêmios de risco do país. Apesar do desempenho mais positivo das contas públicas, o Comitê avalia que a incerteza em relação ao arcabouço fiscal mantém elevado o risco de desancoragem das expectativas de inflação, mas considera que esse risco está sendo parcialmente incorporado nas expectativas de inflação e preços de ativos utilizados em seus modelos. O Comitê segue considerando uma assimetria altista no balanço de riscos.

O Copom considera que, diante de suas projeções e do risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, é apropriado que o ciclo de aperto monetário continue avançando significativamente em território ainda mais contracionista.

A atuação do Comitê visa combater os impactos secundários do atual choque de oferta em diversas *commodities*, que se manifestam de maneira defasada na inflação. As atuais projeções indicam que o ciclo de juros nos cenários avaliados é suficiente para a convergência da inflação para patamar em torno da meta ao longo do horizonte relevante. O Copom avalia que o momento exige serenidade para avaliação da extensão e duração dos atuais choques. Caso esses se provem mais persistentes ou maiores que o antecipado, o Comitê estará pronto para ajustar o tamanho do ciclo de aperto monetário. O Comitê enfatiza que irá perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas.

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 a convergência da inflação para suas metas, 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.



## Decomposição da inflação de 2021

Este boxe apresenta estimativa de decomposição do desvio da taxa de inflação de 2021, medida pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), em relação à meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).<sup>1</sup> O objetivo é medir a contribuição dos principais fatores determinantes da inflação a partir de modelos semiestruturais do Banco Central do Brasil (BCB).<sup>2</sup>

O desvio da inflação em relação à meta é decomposto em seis componentes: (i) inércia do ano anterior (desvio da inflação do ano anterior em relação à meta);<sup>3</sup> (ii) expectativas (diferença entre expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e a meta para a inflação); (iii) inflação importada (diferença em relação à meta); (iv) hiato do produto; (v) bandeiras tarifárias de energia elétrica;<sup>4</sup> e (vi) demais fatores.<sup>5</sup> Vale ressaltar que essas estimativas são aproximações construídas com base em modelos e, portanto, estão sujeitas às incertezas inerentes ao processo de modelagem e estimação.

Para a estimativa dos componentes, parte-se de um cenário no qual todos os condicionantes são neutros, isto é, não apresentam impactos que levem a inflação a se desviar da meta.<sup>6</sup> À medida que esses condicionantes neutros são substituídos pelos valores efetivamente observados, obtém-se a contribuição de cada fator para o desvio da taxa de inflação em relação à meta.

A inflação em 2021 foi de 10,06%, 5,54 p.p. superior à verificada em 2020, de 4,52% (Gráfico 1 e Tabela 1). A inflação de preços livres se elevou de 5,18% em 2020 para 7,70% em 2021, ao passo que a inflação de preços administrados subiu de 2,61% para 16,90%. A inflação de 2021 situou-se 6,31 p.p. acima da meta para a inflação de 3,75%, estabelecida pelo CMN, e 4,81 p.p. acima do limite superior do intervalo de tolerância, de 5,25%.

Os principais resultados da decomposição são os seguintes (Gráfico 2):

- i. A inércia advinda do ano anterior (como desvio da meta) contribuiu para a inflação ficar acima da meta (contribuição de 1,21 p.p.), principalmente em função da aceleração da inflação no último trimestre de 2020;<sup>7</sup>
- ii. As expectativas de inflação (como desvio da meta) tiveram contribuição de 0,25 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta. As expectativas para a inflação doze meses à frente (suavizada) da pesquisa Focus apresentavam-se abaixo da meta no início de 2021, porém tiveram trajetória ascendente ao longo

1/ A decomposição da inflação de 2021 foi apresentada anteriormente na Carta Aberta do Presidente do Banco Central do Brasil ao Ministro da Economia e Presidente do CMN, em 11.1.2022. A decomposição da inflação baseada em modelos de projeção tem sido apresentada anualmente nos Relatórios de Inflação. Ver, por exemplo, boxe “Decomposição da Inflação de 2020”, do Relatório de Inflação de março de 2021. Para detalhes sobre procedimentos metodológicos, ver boxe “Decomposição da Inflação de 2017”, do Relatório de Inflação de março de 2018, e Cusinato et. al (2016).

2/ Ver os boxes “Revisão do modelo agregado de pequeno porte”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2021, e “Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

3/ O componente “inércia do ano anterior” inclui os efeitos de todos os fatores que afetaram a inflação até o mês de dezembro de 2020.

4/ Neste Relatório, optou-se por individualizar o efeito das bandeiras tarifárias de energia elétrica como componente na decomposição em função de sua importância para a inflação de 2021. Em relatórios anteriores, o efeito das bandeiras estava incluído em “Demais fatores”.

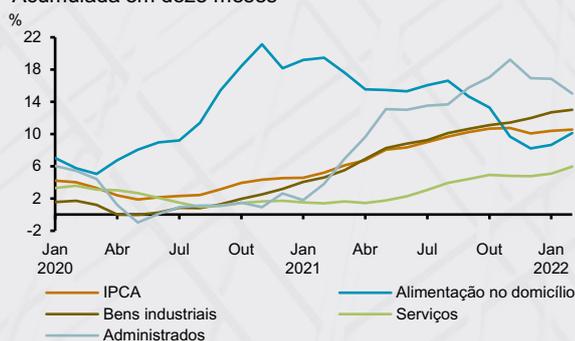
5/ O item “Demais fatores” inclui fatores não considerados nos itens anteriores, como, por exemplo, fatores específicos de condicionamento dos modelos de preços administrados, e termo de resíduo do modelo.

6/ No caso de variáveis que apresentam sazonalidade, os condicionantes neutros também incluem componente sazonal.

7/ Ver boxe “Decomposição da Inflação de 2020”, do Relatório de Inflação de março de 2021.

**Gráfico 1 – Inflação: IPCA e componentes**

Acumulada em doze meses



Fontes: IBGE e BCB

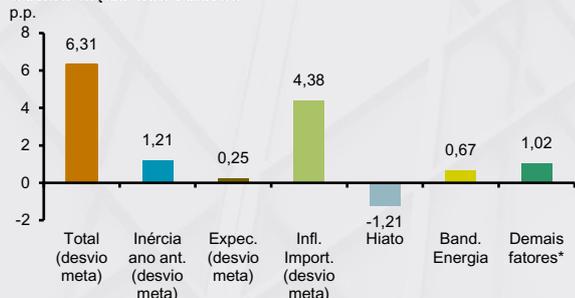
**Tabela 1 – Componentes selecionados do IPCA em 2021**

Componentes e itens selecionados	Variação (%)	Contribuição para a variação do IPCA (p.p.)
Administrados	16,90	4,34
Gasolina	47,49	2,33
Gás de botijão	36,99	0,41
Energia elétrica residencial	21,21	0,98
Livres	7,70	5,72
Alimentação no domicílio	8,23	1,25
Bens industriais	12,00	2,75
Automóvel novo ou usado	15,74	0,76
Aparelhos eletroeletrônicos	12,11	0,21
Etanol	62,24	0,41
Serviços	4,75	1,72
IPCA	10,06	10,06

Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 2 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2021**

Contribuição dos fatores



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

**Gráfico 3 – Expectativas de inflação 12 meses à frente (suavizada) – Pesquisa Focus**



do ano, situando-se acima da meta a partir de março de 2021 (Gráfico 3). As expectativas de inflação para o ano de 2021 tiveram comportamento semelhante;

- iii. A inflação importada (como desvio da meta) apresentou a principal contribuição para o desvio da inflação em relação à meta (contribuição de 4,38 p.p.).<sup>8</sup> O principal fator responsável foram as variações dos preços das *commodities*, medidos pelo Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) em dólares e pela cotação de petróleo, que apresentaram contribuições respectivamente de 0,71 p.p. e 2,95 p.p. para o desvio da inflação.<sup>9</sup> Tanto o IC-Br quanto o preço do petróleo, após apresentarem queda no primeiro trimestre de 2020, tiveram elevação ao longo dos períodos subsequentes (Gráficos 4 e 5). Já a taxa de câmbio apresentou oscilação ao longo do ano, com depreciação no primeiro, terceiro e quarto trimestres, e apreciação no segundo (Gráfico 6). Considerando o ano por completo, a variação cambial contribuiu com 0,44 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta<sup>10</sup>;

8/ As contribuições dos preços externos foram construídas assumindo-se desvios em relação a 2,0% a.a. para a variação do preço de *commodities* em USD, coerente com a inflação externa de longo prazo no mesmo patamar, e 1,75% a.a. para a taxa de câmbio, dada pela diferença entre a meta para a inflação e a inflação externa de longo prazo considerada, consistente com condições de longo prazo de modelagem da curva de Phillips para os preços livres.

9/ A contribuição do preço do petróleo refere-se unicamente aos seus efeitos estimados nos combustíveis dos preços administrados (e sua propagação via modelo utilizado), enquanto a contribuição do IC-Br é calculada utilizando seu impacto na equação de preços livres do modelo utilizado. Por também incluir o petróleo entre seus componentes, uma parcela da contribuição estimada do IC-Br refere-se também ao preço do petróleo.

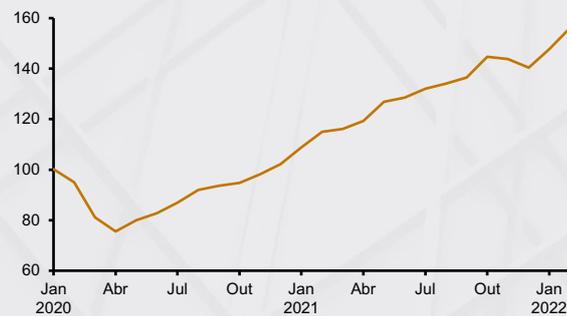
10/ A contribuição da inflação importada também inclui a contribuição do preço do etanol anidro.

- iv. O hiato do produto foi o fator que apresentou a principal contribuição negativa para o desvio da inflação em relação à meta (contribuição de -1,21 p.p.). 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. Utilizando a metodologia baseada em estimação de modelo bayesiano<sup>11</sup>, o hiato do produto, após abertura significativa no segundo trimestre de 2020 em função da pandemia da Covid-19, apresentou uma trajetória de fechamento nos períodos seguintes. O ano de 2021 foi marcado pelo avanço da campanha de vacinação e o processo de normalização da atividade econômica iniciado ainda no segundo semestre de 2020. Entretanto, o ritmo de fechamento desacelerou-se ao longo de 2021, com o hiato atingindo, no último trimestre do ano, um valor levemente mais aberto do que no trimestre anterior (Gráfico 7). Esse processo refletiu principalmente a natural perda de intensidade do processo de normalização da atividade econômica iniciado ainda no segundo semestre de 2020 e o aperto monetário iniciado no primeiro trimestre de 2021;

**Gráfico 4 – IC-Br (índice em dólares)**

Médias mensais

Dez/2019 = 100



**Gráfico 5 – Preço do petróleo Brent**

Médias mensais

USD/Barril



Fontes: Bloomberg e BCB

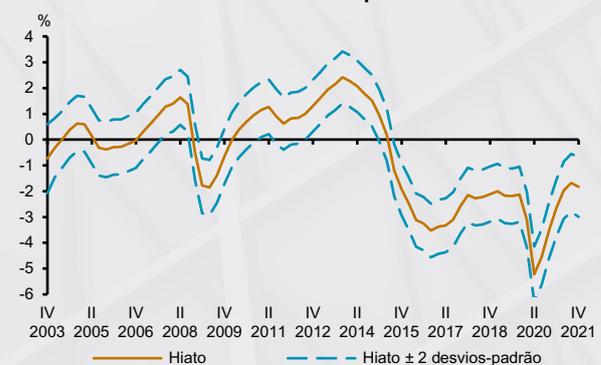
**Gráfico 6 – Taxa nominal de câmbio**

Médias mensais

USD/BRL



**Gráfico 7 – Estimativa do hiato do produto**



Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2021T4. O hiato apresentado é o que foi estimado quando da elaboração da Carta Aberta; portanto, pode ter diferenças em relação ao apresentado no Capítulo 2, pois utiliza um conjunto diferente de informações.

- v. As bandeiras tarifárias de energia elétrica contribuíram com 0,67 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta<sup>12</sup>, refletindo o fraco regime de chuvas, que levou ao acionamento de termoeletricas e de outras fontes de energia de custo mais elevado. Depois de a bandeira amarela vigorar entre janeiro e abril, em maio foi acionada a bandeira vermelha patamar 1 (Tabela 2). Entre junho e agosto, adotou-se a bandeira vermelha patamar 2, já com valores mais altos a partir de julho. Em setembro, houve a criação e acionamento da bandeira escassez hídrica, o que causou aumentos de 49,6% sobre a bandeira anterior e de 5,8% sobre a tarifa de energia elétrica ante o mês anterior; e
- vi. Por fim, os demais fatores apresentaram uma contribuição de 1,02 p.p. para o desvio da inflação em relação à meta em 2021. Para esse componente, contribuíram alguns fatores específicos de condicionamento

11/ A contribuição do hiato do produto é construída utilizando-se a trajetória do hiato obtida pela aplicação, sobre amostra de dados, de filtro de Kalman calibrado com parâmetros da estimação bayesiana do modelo.

12/ Como condicionante neutro para as bandeiras de energia elétrica, assume-se bandeira verde em todo o horizonte relevante.

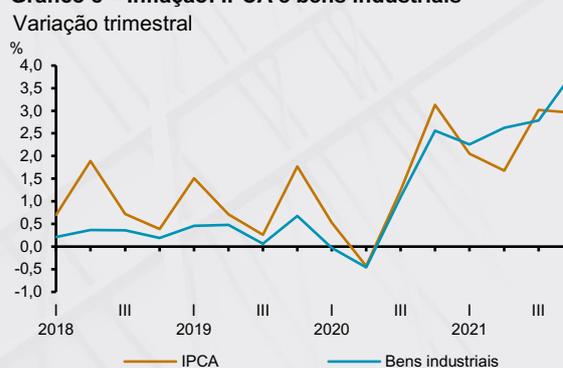
dos modelos de preços administrados<sup>13</sup>, como os fatores X e Y do modelo de preços de medicamentos (contribuição de 0,13 p.p.), o Índice de Valor das Despesas Assistenciais (IVDA) dos planos de saúde privados (0,08 p.p.) e o Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M), que é utilizado como indexador de alguns itens de preços administrados (0,34 p.p.).<sup>14</sup> Ressalta-se que, a partir do final de 2020, iniciou-se expressiva elevação dos preços de bens industriais (Gráfico 8), cuja inflação atingiu 12,00% em 2021, refletindo problemas logísticos e desequilíbrios entre oferta e demanda globais. Utilizando o modelo desagregado de pequeno porte, que inclui uma equação específica para a inflação de bens industriais<sup>15</sup>, encontra-se que os choques sobre os preços industriais contribuíram com 1,77 p.p. para a inflação de IPCA de 2021<sup>16</sup>.

**Tabela 2 – Bandeiras tarifárias de energia elétrica**

Ano	Mês	Bandeira tarifária	Valor (R\$/100kWh)
2020	Dez	Vermelha 2	6,24
2021	Jan	Amarela	1,34
	Fev	Amarela	1,34
	Mar	Amarela	1,34
	Abr	Amarela	1,34
	Mai	Vermelha 1	4,17
	Jun	Vermelha 2	6,24
	Jul	Vermelha 2	9,49
	Ago	Vermelha 2	9,49
	Set	Escassez Hidrica	14,20
	Out	Escassez Hidrica	14,20
	Nov	Escassez Hidrica	14,20
	Dez	Escassez Hidrica	14,20
2022	Jan	Escassez Hidrica	14,20
	Fev	Escassez Hidrica	14,20

Fontes: Aneel e BCB

**Gráfico 8 – Inflação: IPCA e bens industriais**



Em suma, este boxe apresentou estimativas da decomposição do desvio da taxa de inflação em 2021 em relação à meta. De acordo com essa decomposição, o principal fator foi a inflação importada, resultante da forte elevação dos preços de *commodities*. Também contribuíram a inércia do ano anterior, as bandeiras de energia elétrica e demais fatores, em boa parte relacionados com os desequilíbrios entre demanda e oferta nas cadeias produtivas globais. Em sentido contrário, atuou o hiato do produto.

## Referência

CUSINATO, R. T., FIGUEIREDO, F. M. R., MACHADO, V. G., MELLO, E. P. G. e PEREZ, L. P. (2016). “Decomposição de Inflação: revisão da metodologia e resultados para 2012 a 2014”, Banco Central do Brasil, Trabalhos para Discussão nº 440.

13/ Para detalhes sobre esses modelos, ver o boxe “Reformulação dos modelos para projeção de médio prazo dos preços administrados”, do Relatório de Inflação de setembro de 2017.

14/ Pressupõem-se, como condicionantes neutros, fatores X e Y iguais a zero e variações do IVDA e do IGP-M iguais à meta de inflação. A contribuição do IGP-M não inclui impactos sobre preços livres, como aluguel residencial.

15/ Sobre o modelo desagregado, ver o boxe “Novo modelo desagregado com estimação bayesiana”, do Relatório de Inflação de março de 2021.

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

# 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

**Fernanda Magalhães Rumenos Guardado**  
Diretora de Assuntos Internacionais e de Gestão de Riscos Corporativos  
Diretora de Política Econômica

**Maurício Costa de Moura**  
Diretor de Relacionamento Institucional e Cidadania

**Otávio Ribeiro Damaso**  
Diretor de Regulação  
Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

**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**

Diretora

**Fernanda Magalhães Rumenos Guardado**

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>a.s.</b>	Dados com ajuste sazonal
<b>BCB</b>	Banco Central do Brasil
<b>BEm</b>	Benefício Emergencial de Preservação do Emprego e da Renda
<b>BI</b>	Bens intermediários
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>Caged</b>	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>CCT</b>	Convenções Coletivas de Trabalho
<b>CEF</b>	Caixa Econômica Federal
<b>CGCE</b>	Classificação de grandes categorias econômicas
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>CNI</b>	Confederação Nacional da Indústria
<b>Conab</b>	Companhia Nacional de Abastecimento
<b>Copom</b>	Comitê de Política Monetária
<b>Covid-19</b>	Doença Coronavírus
<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>Embi+</b>	<i>Emerging Markets Bond Index Plus</i>
<b>eSocial</b>	Sistema de Escrituração Digital das Obrigações Fiscais, Previdenciárias e Trabalhistas
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FBCF</b>	Formação bruta de capital fixo
<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>FRI</b>	Função de Resposta ao Impulso
<b>Funcex</b>	Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior
<b>HICP</b>	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
<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>	Intenção de Consumo das Famílias
<b>ICMS</b>	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
<b>IDAT-Emprego</b>	Índice Diário de Atividade Econômica – Emprego
<b>IDAT-Salário</b>	Índice Diário de Atividade Econômica – Salário
<b>IDP</b>	Investimento Direto no País
<b>IGP-M</b>	Índice Geral de Preços – Mercado
<b>IIE-Br</b>	Indicador de Incerteza da Economia

<b>INPC</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
<b>IPA-DI</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IPPI</b>	Imposto sobre Produtos Industrializados
<b>IPVA</b>	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
<b>IVDA</b>	Índice de Valor das Despesas Assistenciais
<b>LC</b>	Lei Complementar
<b>LSPA</b>	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
<b>ME</b>	Ministério da Economia
<b>Mediador</b>	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
<b>MIP</b>	Matriz de insumo-produto
<b>MM12M</b>	Média móvel de 12 meses
<b>MM3M</b>	Média móvel de 3 meses
<b>MP</b>	Medida Provisória
<b>MTP</b>	Ministério do Trabalho e Previdência
<b>NCM</b>	Nomenclatura Comum do Mercosul
<b>Novo Caged</b>	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>Nuci</b>	Nível de utilização da capacidade instalada
<b>Opep+</b>	Organização dos Países Exportadores de Petróleo e seus aliados
<b>p.b.</b>	Pontos base
<b>p.p.</b>	Pontos percentuais
<b>PCE</b>	<i>Personal Consumption Expenditures Price Index</i>
<b>PEMER</b>	Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PIM</b>	Pesquisa Industrial Mensal
<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>Rais</b>	Relação Anual de Informações Sociais
<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>RNDBF</b>	Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias
<b>Secex</b>	Secretaria de Comércio Exterior
<b>Selic</b>	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
<b>SFN</b>	Sistema Financeiro Nacional
<b>SPE</b>	Sociedades de Propósito Específico
<b>VAB</b>	Valor Adicionado Bruto
<b>VAR</b>	Vetor autorregressivo
<b>VIX</b>	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>