



ISSN 1517-6576

# Relatório de Inflação

Volume 24 | Número 2 | Junho 2022



# Relatório de Inflação

Volume 24 | Número 2 | Junho 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 2.

## Convenções estatísticas

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

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

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

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

## Atendimento ao Cidadão

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

# Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil

---

## Missão e objetivos

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

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

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

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

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

## Implementação

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

torno da meta. O Copom deve procurar conduzir a política monetária de modo que suas projeções de inflação apontem inflação convergindo para a meta. Dessa forma, é natural que a política monetária seja realizada olhando para o futuro.

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

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

## Relatório de Inflação

As projeções para a inflação são apresentadas em cenários com condicionantes para algumas variáveis econômicas. Tradicionalmente, os condicionantes referem-se às trajetórias da taxa de câmbio e da taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) ao longo do horizonte de projeção. 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.



# 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	15
Atividade econômica	15
Mercado de trabalho	19
Crédito	21
Fiscal	22
Contas externas	23
Preços	25
<b>Perspectivas para a inflação</b>	<b>37</b>
2.1 Revisões e projeções de curto prazo	38
2.2 Projeções condicionais	40
Condicionantes	40
Determinantes da inflação	41
Projeções de inflação	44
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos	48
<b>Boxes</b>	
Revisão da projeção do PIB para 2022	31
Projeção para a evolução do crédito em 2022	34
Projeções para as contas externas de 2022	35
<b>Apêndice</b>	<b>51</b>



## Sumário executivo

---

O ambiente externo seguiu se deteriorando. As fortes e persistentes pressões inflacionárias, decorrentes da recuperação global após a pandemia, foram exacerbadas pelo avanço nos preços de *commodities* este ano e, mais recentemente, pela onda da Covid-19 na China, prolongando ainda mais o processo de normalização do suprimento de insumos industriais. O crescimento de grandes economias tem sido revisado para baixo, em função da expectativa de reversão dos estímulos implementados durante o longo período da pandemia, em particular os de política monetária. Notou-se, ademais, revisões negativas de crescimento para a China, em parte refletindo a política de Zero Covid adotada por esse país.

Bancos centrais de países desenvolvidos e emergentes têm adotado uma postura mais contracionista em reação ao avanço da inflação, ainda que, em parte dessas economias, as taxas de juros correntes sigam em campo avaliado como expansionista. A reprecificação da política monetária nos países avançados, o aumento da aversão a risco e a mudança da perspectiva de crescimento econômico têm impactado as condições financeiras tanto de países avançados quanto de emergentes.

Em relação à atividade econômica brasileira, dados divulgados desde o último Relatório de Inflação evidenciaram crescimento no primeiro trimestre mais expressivo do que se projetava à época. O carregamento estatístico do primeiro trimestre e indicadores mensais de abril e maio também sugerem um segundo trimestre mais positivo do que o antecipado. No mesmo sentido, indicadores relativos ao mercado de trabalho seguem em recuperação.

Mantém-se a expectativa de desaceleração relevante da atividade no segundo semestre. Efeitos cumulativos do aperto monetário em curso, que é parte da estratégia de convergência da inflação para o redor da meta no horizonte relevante, devem contribuir para essa desaceleração. Adicionalmente,

alterações no calendário de transferências governamentais terão impacto negativo sobre a renda disponível das famílias no segundo semestre, contribuindo para o arrefecimento do consumo.

Nesse contexto, a projeção de crescimento para o PIB em 2022 foi revisada de 1,0% para 1,7%.

A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, se mostrando mais persistente que o antecipado. No trimestre encerrado em maio, a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) revelou-se 1,08 p.p. maior que o esperado pelo Copom em seu cenário de referência de março. A surpresa inflacionária no trimestre decorreu do comportamento dos preços livres, principalmente de alimentos. A inflação de serviços e de bens industriais se mantém alta, e os recentes choques continuam levando a um forte aumento nos componentes ligados a alimentos e combustíveis. Os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária seguem com inflação elevada e as diversas medidas de inflação subjacente aceleraram, mantendo-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação.

As expectativas de variação do IPCA para 2022, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 8,5%, 4,7% e 3,25%, respectivamente.

No que se refere às projeções condicionais de inflação, no cenário de referência, a trajetória para a taxa de juros é extraída da pesquisa Focus e a taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,90, evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC). Esse cenário supõe trajetória de juros que termina 2022 em 13,25% a.a., reduz-se para 10,0% em 2023 e 7,50% em 2024. Optou-se por manter a premissa de que o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses, terminando o ano em US\$110/barril, e passa a aumentar 2% ao ano a partir de janeiro de 2023. Nesse cenário, as projeções de inflação do Copom situam-se em 8,8% para 2022, 4,0% para 2023 e 2,7% para 2024.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 247ª reunião do Copom, realizada em 14 e 15.6.2022. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 10.6.2022, a menos de indicação contrária.

Em sua reunião mais recente (247ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 13,25% 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 estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano-calendário 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. 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 um novo ajuste, de igual ou menor magnitude. O Comitê nota que a crescente incerteza da atual conjuntura, aliada ao estágio avançado do ciclo de ajuste e seus impactos ainda por serem observados, demanda cautela adicional em sua atuação. 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.

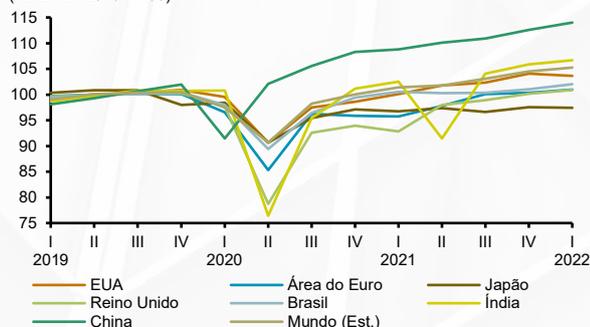
A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado 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 reduziu seu ritmo de recuperação nos últimos meses. Novos surtos de Covid-19 na China, que levaram o país a adotar *lockdowns* em diversas regiões, e o conflito entre a Rússia e a Ucrânia, iniciado em meados do primeiro trimestre, têm trazido impactos relevantes para a atividade e a inflação global, e devem continuar sendo fatores de risco relevantes no cenário prospectivo para o crescimento econômico e a inflação no mundo.

A aceleração da inflação nas principais economias tem levado os bancos centrais a intensificar a retirada dos estímulos monetários implementados nos últimos anos para o enfrentamento da crise causada pela pandemia. Com isso, as condições financeiras globais apertaram, o que adiciona um fator de

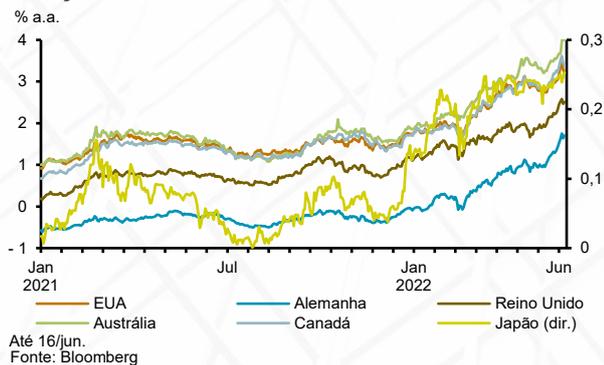
**Gráfico 1.1.1 – PIB<sup>1</sup>**  
(Média de 2019 = 100)



Fontes: Bloomberg e BCB

1/ Séries a preços constantes, com ajuste sazonal.

**Gráfico 1.1.2 – Taxas de juros de 10 anos nos países avançados**

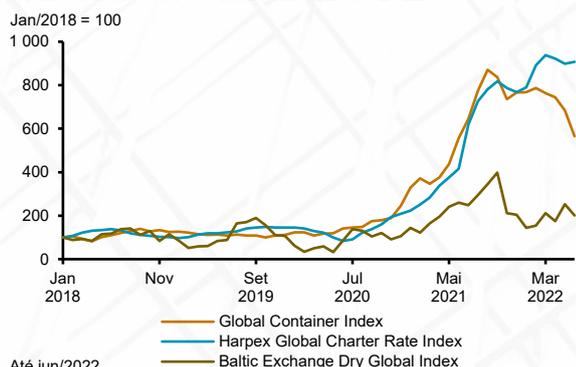


pressão relevante sobre o crescimento econômico nos próximos trimestres. Além disso, como o conflito no leste da Europa segue sem resolução, a aversão global ao risco continua elevada e permanece a pressão nos preços das *commodities* em que Rússia e Ucrânia são relevantes na oferta global, como trigo, milho, petróleo, gás natural, diesel, *commodities* metálicas, e fertilizantes, dentre outros.

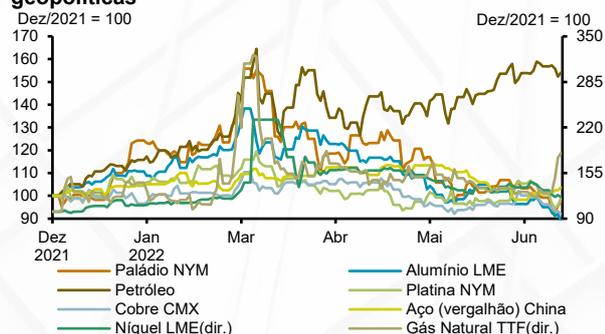
Nos Estados Unidos da América (EUA), o ritmo de recuperação tem dado sinais de arrefecimento após desempenho negativo da economia no primeiro trimestre, com destaque para os gastos de consumo e de investimentos, que têm crescido em ritmo irregular. Os efeitos da guerra da Ucrânia sobre as cadeias produtivas e os preços de matérias primas, em especial energéticas e alimentos, têm contribuído para uma alta da inflação e queda na confiança dos consumidores. Ademais, a normalização da política monetária em curso tem contribuído para o aumento das taxas de juros longas, pressionando as condições de financiamento de famílias e empresas não financeiras. O mercado de trabalho segue aquecido, com o número de empregados aumentando paulatinamente, alcançando taxa de desemprego de 3,6% em maio/2022, próxima dos níveis pré-pandemia. A taxa de participação continua se elevando, mas ainda está abaixo daquela registrada no 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 continua gerando dificuldades de contratações em alguns setores, principalmente no setor de serviços, e aumento de pressões salariais, o que exerce pressão adicional sobre os preços ao consumidor.

A Área do Euro, região mais diretamente afetada pelo conflito na Ucrânia, tem experimentado queda na confiança dos empresários e das famílias e redução na perspectiva de crescimento para este e para o próximo ano. Apesar do mercado de trabalho estar aquecido e da economia continuar se beneficiando do processo de reabertura após as restrições à mobilidade impostas no último trimestre de 2021 e no primeiro trimestre de 2022, o alto preço de energia, o aperto nas condições financeiras e os impactos da guerra no continente têm afetado a atividade e adicionam grau de incerteza sobre o cenário prospectivo da região.

**Gráfico 1.1.3 – Frete marítimo: 2018-2022**



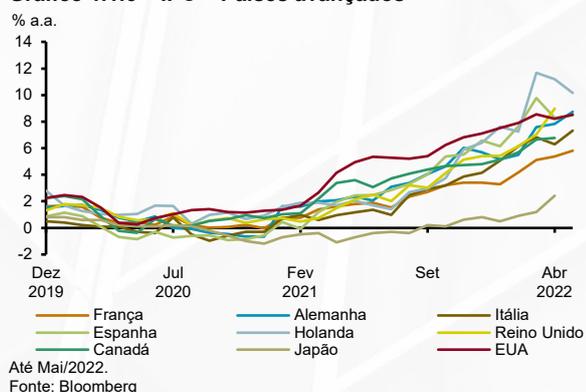
**Gráfico 1.1.4 – Commodities relacionadas às tensões geopolíticas**



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



**Gráfico 1.1.6 – IPC – Países avançados**



Na China, a atividade econômica prosseguiu em desaceleração nos últimos meses, reflexo das restrições impostas à mobilidade da população para conter a disseminação da Covid-19 ("zero-covid policy"), além da continuidade da crise enfrentada no setor imobiliário e, mais recentemente, da perda de dinamismo da demanda externa. Por outro lado, o governo tem anunciado medidas fiscais e monetárias com o propósito de dar suporte à economia.

Apesar de alguns sinais tentativos de melhora, as cadeias globais de produção continuam pressionadas comparativamente ao período pré-pandemia, diante da dificuldade da oferta de alguns setores em responder de forma tempestiva ao aumento da demanda, dos *lockdowns* em grandes cidades na China, que afetaram a produção e o transporte de bens, das disrupções no transporte marítimo no Leste Europeu, e das consequências da guerra entre Rússia e Ucrânia para o fornecimento de matérias primas para diversos setores da economia global.

Os preços de insumos energéticos continuam muito pressionados e com alta volatilidade, situação agravada pelo conflito geopolítico. No mercado de petróleo, os preços se elevaram com o anúncio da União Europeia de banir as importações russas até o final de 2022. Apesar das vendas das reservas estratégicas de alguns países e da redução da demanda chinesa em função dos *lockdowns* recentes, o mercado de petróleo continua apresentando desequilíbrio entre oferta e demanda, o que tem levado os estoques do produto ao menor nível em quase 10 anos e mantido os preços elevados. Os combustíveis destilados têm apresentado altas ainda maiores em função das sanções aos produtos russos, em um contexto de reduzida capacidade global de refino, dado o subinvestimento no setor nos últimos anos. No mercado de gás natural, o aumento da demanda da Europa por fornecedores alternativos à Rússia tem gerado pressões sobre os preços globais, inclusive nos Estados Unidos, principal exportador global de gás natural liquefeito em 2021.

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 6,3%<sup>1</sup> em abril, valor muito acima da meta de 2% e a maior variação desde fevereiro de 1982. Na área do euro, a inflação ao consumidor

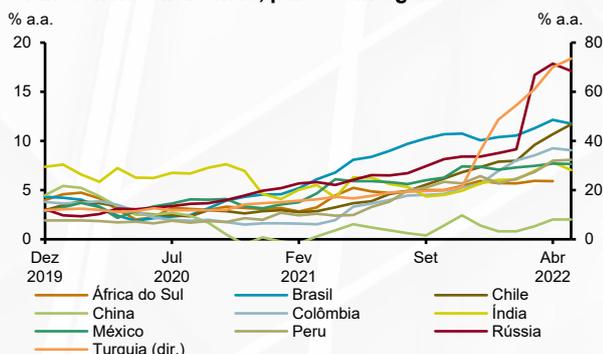
1/ Valor referente ao *Personal Consumption Expenditures Price Index (PCE-deflator)*, indicador de inflação utilizado como métrica pelo *Federal Reserve* para aferição do cumprimento da meta de inflação.

harmonizada (Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado – HICP) atingiu 8,1% em maio, 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 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.

Em diversos países avançados, os bancos centrais aceleraram o processo de normalização de política monetária a partir do começo de 2022. O Banco Central americano deu início a um ciclo de política monetária em março, com altas acumuladas de 150 bps no primeiro semestre de 2022. Adicionalmente, iniciou redução do estoque de títulos públicos e de *mortgage-backed securities* (MBS) nos seus ativos, programada para até US\$47,5 bilhões ao mês entre junho e agosto e até US\$90 bilhões a partir de setembro. Em seu último comunicado, o *Federal Open Market Committee* (Fomc) sinalizou que deve prosseguir com novas altas ao longo do ano, com a perspectiva de que a taxa de juros atinja o patamar ao redor de 3,5% a.a., de acordo com o sumário de projeções econômicas dos participantes do Fomc. Em resposta à deterioração do quadro inflacionário na área do euro, o BCE anunciou o fim do seu programa de compras líquidas de ativos a partir de julho e a intenção de iniciar o ciclo de elevação das taxas de juros na sua próxima reunião de política monetária. Essa deverá ser a primeira alta de juros desde 2011. O BCE anunciou também que o ritmo de ajuste da política monetária dependerá da evolução macroeconômica e da sua avaliação prospectiva para a inflação, de forma a trazer o indicador para o objetivo de 2% a médio prazo.

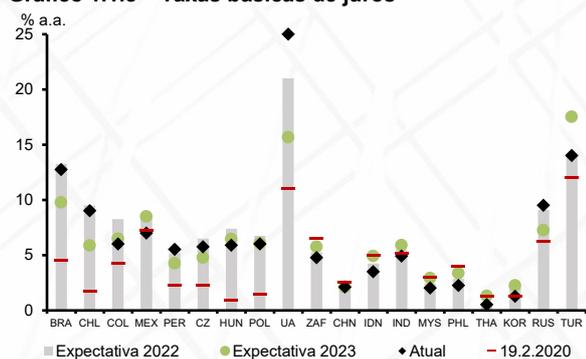
A recuperação econômica das economias emergentes segue diferentes cenários regionais e intra-regionais, o que pode ganhar novos contornos com as tensões geopolíticas no leste europeu. As economias emergentes dessa região devem ser mais severamente afetadas do que as latino-americanas, que possuem menor dependência econômico-financeiro das nações envolvidas no conflito. Os preços mais elevados de diversas *commodities* podem, por outro lado, beneficiar economias produtoras e afetar

**Gráfico 1.1.7 – IPC cheio, países emergentes**



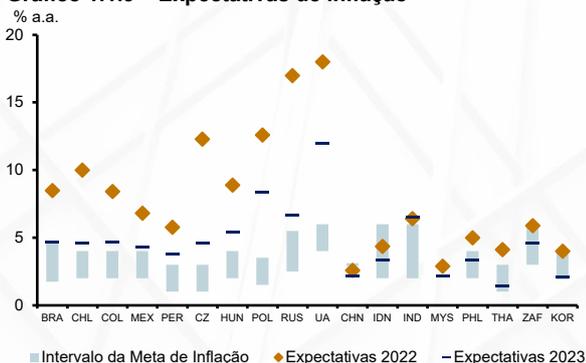
Até mai/2022.  
Fonte: Bloomberg

**Gráfico 1.1.8 – Taxas básicas de juros**



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

**Gráfico 1.1.9 – Expectativas de inflação**



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

negativamente as importadoras. De qualquer modo, as economias emergentes seguem, em geral, mais vulneráveis às alterações das condições financeiras globais.

As taxas de inflação ao consumidor nesses países devem continuar pressionadas pela renovada alta dos preços de *commodities* e desbalanceamentos nas cadeias de oferta de insumos, em que pese as medidas adotadas por diversos países na tentativa de mitigar o repasse da alta de preços para o consumidor final. Além disso, o processo de normalização de alguns setores de serviços em diversos emergentes também deve contribuir para manter pressão sobre os índices de inflação. Em consequência, as expectativas de inflação para 2022 e 2023 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 deteriorou, 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 diminuiu seu ritmo. As taxas de inflação ao consumidor em economias emergentes e avançadas continuaram se elevando, atingindo patamares bastante altos para os padrões históricos, refletindo pressões vindas da dinâmica dos preços de *commodities*, dos problemas nas cadeias de suprimentos, do realinhamento de preços relativos, da normalização da atividade nos setores mais afetados pela pandemia e do excesso de demanda por bens. A deterioração do quadro inflacionário tem provocado aumento das expectativas de inflação, levando os bancos centrais a reagir mais fortemente, com intensificação das altas de taxas de juros e ajustes nas políticas acomodatórias não convencionais. Como resultado de todos esses fatores, as expectativas para o crescimento global, inclusive de economias avançadas, têm se reduzido.

**Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto**

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior  
Dados dessazonalizados

Discriminação	Variação %					
	2021				2022	
	I	II	III	IV	I	I*
PIB a preços de mercado	1,1	-0,2	0,1	0,7	1,0	1,6
Agropecuária	7,3	-5,4	-7,8	6,0	-0,9	-0,2
Indústria	0,8	-0,6	-0,2	-1,2	0,1	-0,2
Serviços	0,6	0,6	1,4	0,6	1,0	2,2
Consumo das famílias	0,5	0,0	0,8	0,7	0,7	-0,7
Consumo do governo	-0,3	1,1	1,1	0,9	0,1	-0,6
FBCF	8,2	-4,3	-1,1	0,8	-3,5	12,7
Exportação	2,3	10,3	-7,4	-0,2	5,0	5,6
Importação	11,3	-1,7	-5,6	0,1	-4,6	-4,9
PIB – ajuste saz. alternativo	0,9	-0,6	0,4	0,9	1,0	1,6

Fonte: IBGE e BCB

\* Em relação a IV 2019.

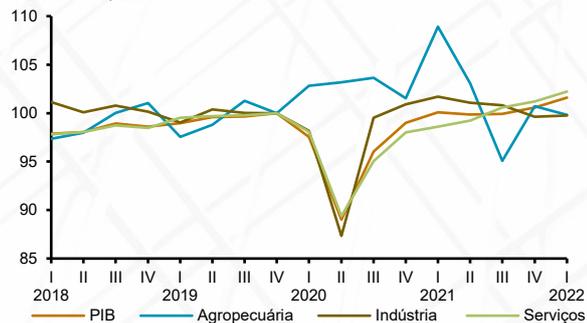
## 1.2 Conjuntura interna

### Atividade econômica

Dados divulgados desde o último RI evidenciaram crescimento no primeiro trimestre mais expressivo do que se projetava. O carregamento estatístico do primeiro trimestre e indicadores mensais de abril

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

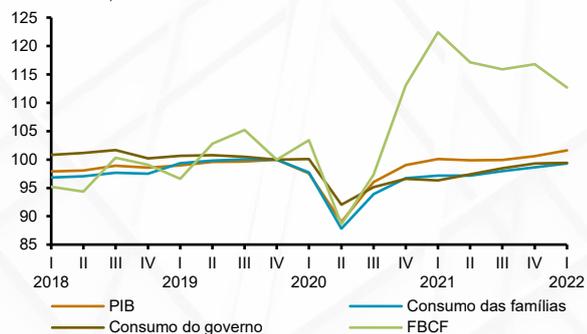
IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

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

IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

e maio também sugerem um segundo trimestre mais positivo do que o antecipado. Essas surpresas se refletem em revisões positivas para o Produto Interno Bruto (PIB) de 2022, que passaram de 0,5% para 1,4% entre analistas de mercado e de 1,0% para 1,7% na projeção do Banco Central.

O PIB cresceu 1,0% no primeiro trimestre de 2022 em relação ao trimestre anterior, terceira alta consecutiva nesse critério. Com esse resultado, o PIB no primeiro trimestre do ano situou-se 1,6% acima do nível observado no final de 2019, mas ainda 2,3% abaixo da tendência pré-pandemia.<sup>2</sup> O desempenho positivo, que superou as expectativas que grande parte dos analistas econômicos tinham na data do último RI,<sup>3</sup> ocorreu apesar do número elevado de casos de Covid-19 no país em janeiro e fevereiro.<sup>4</sup> A continuidade do processo de normalização após esse aumento de casos no início do ano permitiu a retomada, em especial, das atividades mais atingidas pela pandemia.

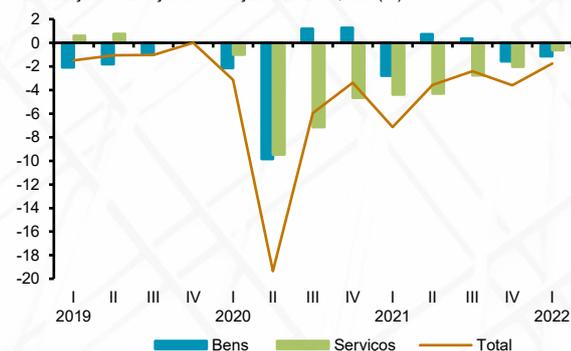
A agropecuária recuou no primeiro trimestre, repercutindo a quebra parcial na safra de soja – produto com elevada participação no setor e com colheita concentrada no início do ano.<sup>5</sup> Ainda na ótica da produção, houve ligeira alta na indústria, que interrompeu sequência de três trimestres de queda. Entre seus componentes, a construção manteve a tendência positiva observada desde o terceiro trimestre de 2020, atingindo patamar 9,1% acima do pré-pandemia. A indústria de transformação voltou a crescer após quatro trimestres de queda e houve forte avanço de serviços industriais de utilidade pública.<sup>6</sup> Em sentido oposto, a indústria extrativa recuou no trimestre, afetada pelo excesso de chuvas em minas de minério de ferro no Pará e em Minas Gerais.

No setor de serviços, a expansão também foi disseminada, com destaque para comércio, serviços

- 2/ A tendência pré-pandemia é definida aqui como o PIB projetado a partir do quarto trimestre de 2019 com base no crescimento médio de 2017 a 2019. Além de se encontrar abaixo dessa tendência recente, o PIB ainda não recuperou seu patamar máximo histórico atingido em 2014.
- 3/ Na data de corte do Relatório de Inflação de março de 2022, a mediana das previsões de mercado, de acordo com o Relatório Focus, era de variação interanual de 0,5% no primeiro trimestre, 1,2 p.p. abaixo do ocorrido.
- 4/ Como já apontado no RI anterior, os efeitos econômicos diretos do pico de infecções associadas à variante Ômicron foram aparentemente mais limitados do que nos picos ocorridos em 2020 e 2021, em linha com o avanço da vacinação no Brasil.
- 5/ Estiagem prolongada e calor intenso prejudicaram a safra principalmente na região sul do país e no sul do Mato Grosso do Sul, importantes regiões produtoras de soja.
- 6/ A alta em serviços industriais de utilidade pública foi influenciada pelo aumento na geração de energia elétrica e pela redução da participação de usinas térmicas no total gerado, decorrente do bom regime de chuvas – usinas térmicas, por utilizarem mais insumos, produzem menor valor adicionado bruto para a mesma quantidade de energia produzida em comparação com hidrelétricas e usinas solares e eólicas.

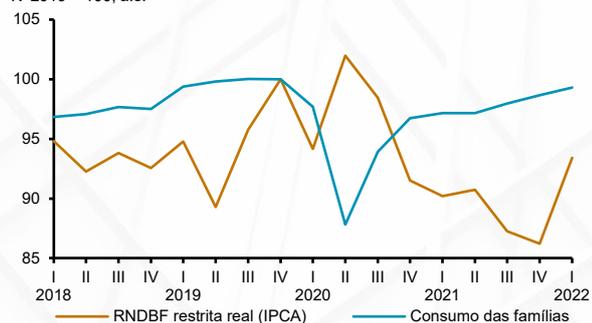
**Gráfico 1.2.3 – Indicador do consumo das famílias**

Contribuição – Variação em relação a IV 2019, a.s. (%)



**Gráfico 1.2.4 – Renda disponível bruta e consumo das famílias**

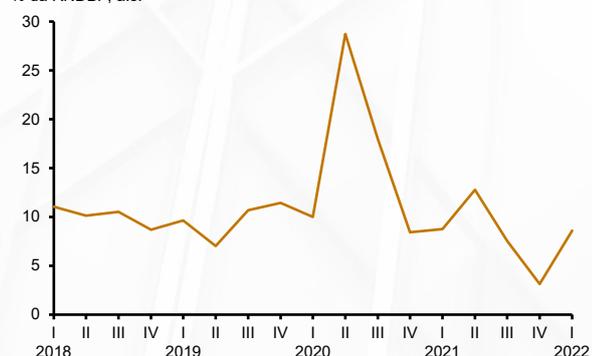
IV 2019 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BCB

**Gráfico 1.2.5 – Taxa de poupança das famílias**

% da RNDBF, a.s.



de transporte<sup>7</sup> e para o grupo “outros serviços”.<sup>8</sup> Em sentido oposto, houve queda expressiva em serviços de informação e comunicação, interrompendo uma sequência de fortes altas nos últimos trimestres. Como um todo, após recuperação contínua desde 2020, o setor de serviços situa-se 2,2% acima do patamar observado no quarto trimestre de 2019. Entre os seus componentes, apenas serviços prestados pelo governo encontram-se abaixo do patamar pré-pandemia.<sup>9</sup>

Sob a ótica da demanda final, o consumo das famílias apresentou novo avanço, situando-se 0,7% abaixo do patamar pré-pandemia.<sup>10</sup> Em termos de composição, o indicador construído com dados da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) e da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS)<sup>11</sup> sugere que a alta do consumo das famílias continuou sendo influenciada principalmente pela recuperação do consumo de serviços.

A continuidade da recuperação do mercado de trabalho, o reajuste do salário mínimo (com impacto sobre salários e sobre benefícios assistenciais e previdenciários), a antecipação dos pagamentos do abono salarial no primeiro trimestre e o aumento no valor do Bolsa Família/Auxílio Brasil contribuíram para a alta da renda das famílias no trimestre. De acordo com estimativa do Banco Central, a renda nacional disponível bruta das famílias (RNDBF) cresceu 6,4% no conceito total e 8,3% no restrito, em termos reais, na comparação com o quarto trimestre de 2021.<sup>12, 13</sup> Como a alta da RNDBF foi superior à variação do consumo no período (0,7%), houve elevação da *proxy* da taxa de poupança das famílias – que, no entanto, apenas voltou a patamar próximo ao observado antes da pandemia, abaixo dos picos da série em 2020 (Gráfico 1.2.5).<sup>14</sup>

7/ Dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) mostram crescimento tanto no transporte de cargas como no de passageiros.

8/ O grupo “outros serviços” engloba atividades como alojamento e alimentação e atividades artísticas e culturais.

9/ Serviços ofertados pelo governo referem-se à administração, educação e saúde públicas.

10/ A evolução dessazonalizada do consumo das famílias permanece muito sensível ao método de ajuste sazonal empregado, o que adiciona incerteza à interpretação das suas variações trimestrais. Com ajuste sazonal alternativo, que procura minimizar a influência do período da pandemia sobre a estimação dos fatores sazonais e de calendário, o consumo das famílias teria recuado no primeiro trimestre.

11/ Ver box “Consumo de bens e serviços na pandemia” no Relatório de Inflação de setembro de 2021.

12/ Variações calculadas a partir das séries deflacionadas pelo IPCA e ajustadas sazonalmente. No conceito restrito da RNDBF, excluem-se o excedente operacional bruto e as rendas de propriedade das famílias. Para mais detalhes sobre a estimativa do Banco Central para a RNDBF, ver box “Estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias” no Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

13/ Para o 1º trimestre, utilizou-se um cálculo preliminar da RNDBF nos conceitos total e restrito.

14/ A *proxy* da taxa de poupança das famílias foi obtida a partir da diferença entre a RNDBF, estimada pelo BCB, e o consumo das famílias divulgado nas Contas Nacionais Trimestrais, ambos em termos nominais. A diferença é dividida pela estimativa da RNDBF para chegar à taxa de poupança. Vale notar que a RNDBF estimada pelo BCB só coincide com a RNDBF calculada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) nos anos para os quais as contas nacionais anuais estão disponíveis.

**Gráfico 1.2.6 – Bens de capital – Produção e importação**

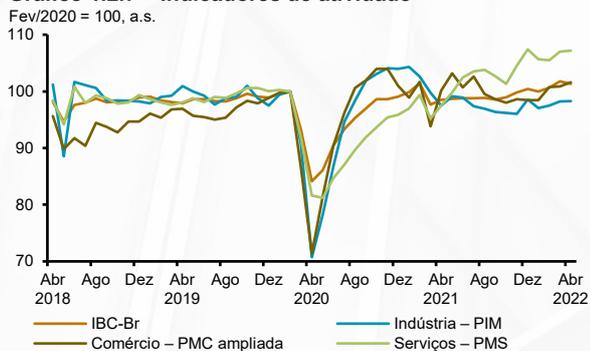


Fontes: IBGE, ME e BCB

Entre os demais componentes da demanda, o consumo do governo variou 0,1%, após crescimento médio de 1,0% ao longo dos três últimos trimestres, caracterizando arrefecimento da variável. Com esta nova alta, o consumo do governo está 0,6% abaixo do nível pré-pandemia. A formação bruta de capital fixo (FBCF) recuou 3,5%, afetada por reduções na produção e na importação de bens de capital, permanecendo, todavia, em patamar bastante superior ao do pré-pandemia. As exportações cresceram 5,0% no trimestre, sob influência principalmente do aumento no embarque de produtos básicos, e as importações recuaram 4,6%, após terem ficado praticamente estáveis no trimestre anterior.<sup>15</sup>

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br) corrobora o resultado do PIB no primeiro trimestre, apresentando alta de 1,1% ante o quarto trimestre de 2021.<sup>16</sup> Além disso, sua evolução mensal – com recuo em janeiro, recuperação forte em fevereiro e março e queda moderada em abril – deixa um carregamento estatístico de 0,5% para o segundo trimestre do ano.<sup>17</sup> Com os resultados de abril, as pesquisas mensais do IBGE também indicam crescimento no segundo trimestre, com carregamentos estatísticos de 0,7% na indústria de transformação, 1,6% no comércio ampliado e de 1,1% nos serviços.

**Gráfico 1.2.7 – Indicadores de atividade**



Fontes: IBGE e BCB

Na mesma direção, alguns indicadores coincidentes da atividade econômica mostram sinais positivos para maio, caso da confiança do comércio, dos serviços e da indústria de transformação (Fundação Getúlio Vargas – FGV), da venda e produção de automóveis (Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores – Fenabrave e Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores – Anfavea), da circulação de veículos pesados (Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias – ABCR) e da expedição bruta de papel ondulado (Associação Brasileira de Embalagens em Papel – Empapel). Por outro lado, indicadores de confiança da construção e dos consumidores recuaram no mês.

A expectativa de crescimento do PIB no segundo trimestre é reforçada por novos estímulos ao consumo das famílias – saque extraordinário do

15/ O tema é tratado com mais detalhe na seção "Contas externas".

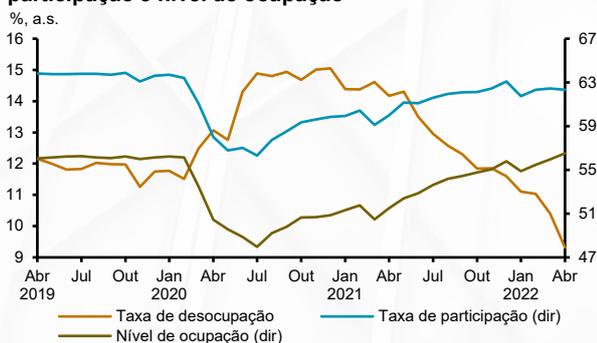
16/ Para os meses de março e abril, utilizou-se um cálculo preliminar do IBC-Br.

17/ Considerando ajuste sazonal alternativo, que visa minimizar o efeito da pandemia no cálculo dos fatores sazonais e de calendário (ver boxe "Efeitos da pandemia sobre o ajuste sazonal dos indicadores econômicos" do Relatório de Inflação de junho de 2021), o carregamento estatístico para o segundo trimestre é de 1,1%.

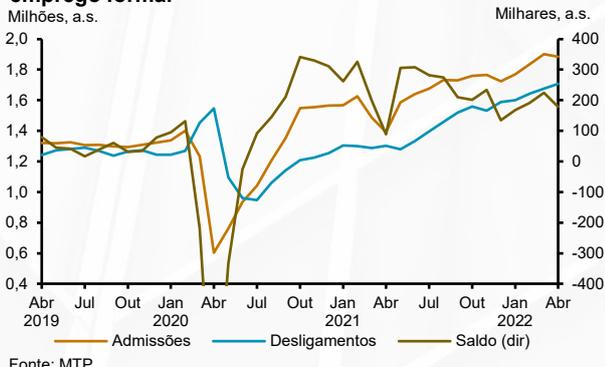
Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e antecipação do 13º salário dos aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) – e por perspectiva de avanço da agropecuária e da indústria extrativa, após quedas no início do ano.<sup>18</sup> Assim, espera-se que o crescimento seja disseminado entre as atividades.

Como detalhado em boxe deste relatório, a projeção de crescimento do PIB em 2022 passou para 1,7%, ante expectativa de 1,0% no RI anterior. A surpresa no crescimento do primeiro trimestre e os resultados iniciais do segundo são o principal fator na revisão. A incerteza ao redor da projeção permanece maior que a usual, particularmente em razão do cenário externo, caracterizado por continuidade da guerra na Ucrânia e por riscos crescentes de uma desaceleração global em ambiente de inflação significativamente pressionada. Adicionalmente, há o risco de desaceleração mais forte que o antecipado nos trimestres à frente, quando os impactos da política monetária tendem a ficar mais evidentes.

**Gráfico 1.2.8 – Taxa de desocupação, taxa de participação e nível de ocupação**



**Gráfico 1.2.9 – Admissões, desligamentos e saldo de emprego formal**



## Mercado de trabalho

O mercado de trabalho seguiu em trajetória de recuperação nos primeiros meses de 2022, com recuo da taxa de desocupação e avanço da população ocupada, segundo os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), e continuidade de geração de postos formais de trabalho, de acordo com o Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged). Além disso, dados da PNAD Contínua sugerem ligeira recuperação do rendimento real do trabalho no início do ano, após diminuição substancial no segundo semestre de 2021.

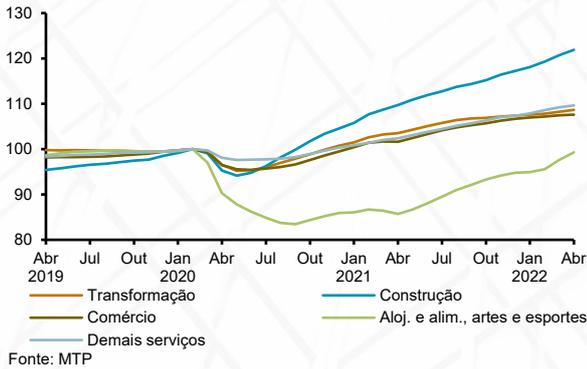
De acordo com dados mensalizados e dessazonalizados da PNAD Contínua<sup>19</sup>, a taxa de desocupação recuou para 9,3% em abril, menor patamar desde outubro de 2015 e 5,8 p.p. abaixo do recorde da série atingido em dezembro de 2020. No mesmo período, o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar) aumentou para 56,5%, situando-se 0,4 p.p. acima do registrado em fevereiro de 2020, período anterior à crise sanitária.

18/ Na indústria extrativa, há perspectiva de normalização da produção de minério de ferro após as chuvas excessivas no primeiro trimestre. No caso da agricultura, a quebra da safra de soja atinge especialmente o primeiro trimestre e não deve contribuir, portanto, para novo recuo da atividade no segundo trimestre.

19/ Ver boxe “Estimativa para dados “mensalizados” da PNAD Contínua” no Relatório de Inflação de junho de 2020.

**Gráfico 1.2.10 – Estoque de emprego formal**

Fev 2020 = 100, a.s.



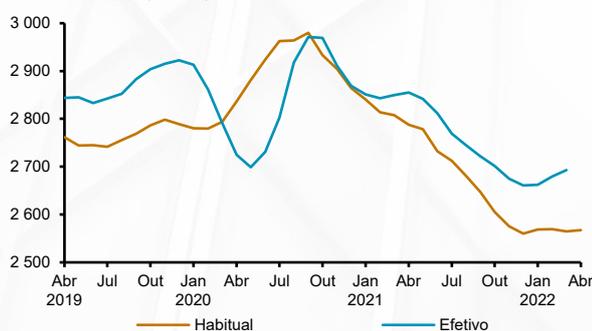
Fonte: MTP

Esse avanço ocorre tanto no mercado formal como no informal. Setorialmente, o crescimento da população ocupada no trimestre terminado em abril foi especialmente significativo no setor de serviços, no comércio e na construção. Houve aumento de ocupação na indústria, mas em ritmo menor. A taxa de participação (razão entre a força de trabalho e a população em idade de trabalhar), por sua vez, situou-se em 62,3%, 1,1 p.p. abaixo do valor registrado imediatamente antes do início da pandemia, mas apenas 0,6 p.p. abaixo da média do período 2012 a 2019, o que sugere espaço menor para recuperação da oferta de trabalho.

Os dados do Novo Caged mostram continuidade na geração de postos de trabalho com carteira assinada nos primeiros meses do ano, com maior dinamismo tanto nas admissões quanto nos desligamentos. Todavia, essa criação de vagas de trabalho acontece em ritmo menor do que ocorria desde o segundo semestre de 2020. A criação de vagas tem ocorrido de forma disseminada entre as diversas atividades econômicas, o que permitiu que a grande maioria delas superassem o estoque de empregos do período pré-pandemia.<sup>20</sup>

**Gráfico 1.2.11 – Rendimento médio real do trabalho**

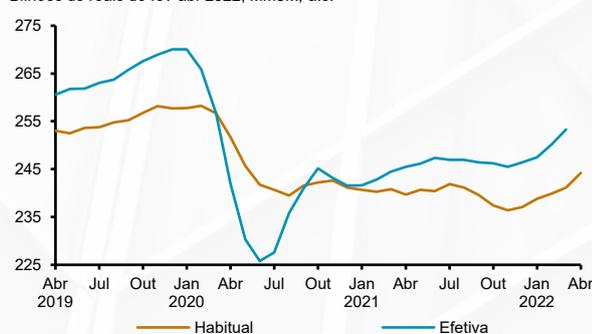
R\$ de fev-abr 2022, MM3M, a.s.



Fonte: IBGE

**Gráfico 1.2.12 – Massa de rendimento real do trabalho**

Bilhões de reais de fev-abr 2022, MM3M, a.s.



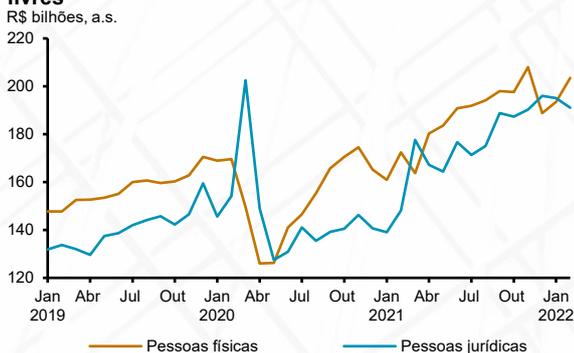
Fonte: IBGE

A despeito da inflação elevada no período, o rendimento real médio, medido pela PNAD Contínua, apresentou ligeira recuperação nos primeiros meses do ano. Essa retomada parcial ocorre após acentuada queda no segundo semestre de 2021, quando houve relevante aumento não antecipado da inflação, e responde, em parte, ao aumento do salário mínimo. Apesar da melhora, o rendimento (tanto no conceito efetivo quanto no habitual) ainda se encontra em nível bastante deprimido relativamente ao período anterior à crise sanitária. Dados mensalizados e dessazonalizados da PNAD Contínua mostram que o rendimento médio efetivo no primeiro trimestre do ano situou-se 7,8% abaixo da média do último trimestre de 2019; no conceito habitual, considerada a média do trimestre encerrado em abril, essa defasagem foi 7,9%, na mesma base de comparação. No mercado privado formal de trabalho, dados das convenções coletivas de trabalho (CCT) continuaram apontando reajustes reais levemente negativos no primeiro trimestre do ano.

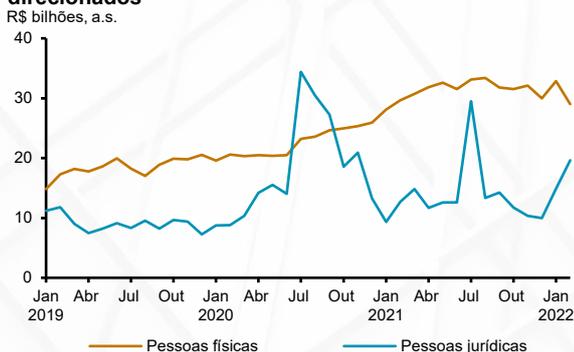
A melhora do rendimento do trabalho e o crescimento da população ocupada mostrados pela PNAD

20/ Dados dessazonalizados do Novo Caged até abril de 2022, considerando-se os ajustes de declarações enviadas fora do prazo, mostram que apenas as atividades de Alojamento e Alimentação, Educação e Artes, Cultura, Esportes e Recreação permanecem com estoque de empregos abaixo do observado em fevereiro de 2020.

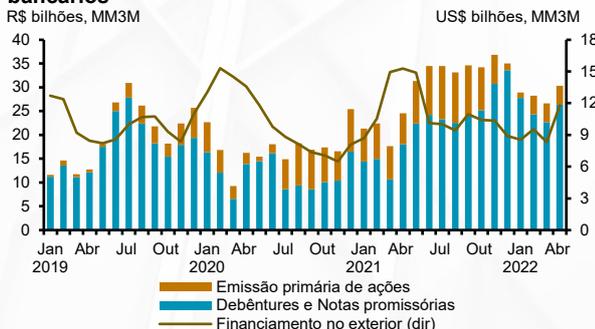
**Gráfico 1.2.13 – Concessão de crédito com recursos livres**



**Gráfico 1.2.14 – Concessão de crédito com recursos direcionados**

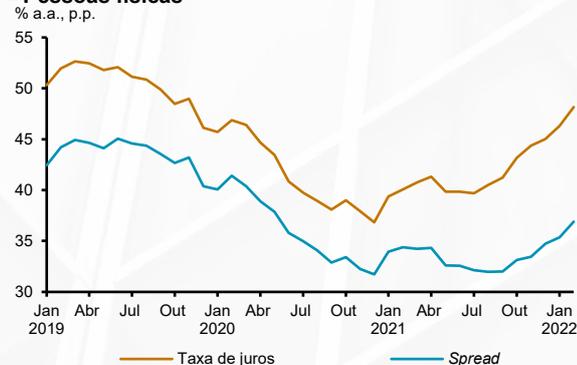


**Gráfico 1.2.15 – Financiamentos corporativos não bancários**



Fontes: BCB e Anbima

**Gráfico 1.2.16 – Taxas de juros e spread do crédito livre – Pessoas físicas**



Continuaram a impulsionar a recuperação da massa de rendimento do trabalho, embora esta ainda permaneça abaixo do nível pré-pandemia. A renda disponível das famílias voltou a crescer no primeiro trimestre do ano após ficar estável no último trimestre de 2021<sup>21</sup>. Além do aumento da massa de renda do trabalho, principal componente dessa medida, o crescimento dos benefícios sociais também foi relevante – influenciado pelo aumento do salário mínimo, que eleva os benefícios previdenciários, e pela antecipação do pagamento do abono salarial, que a partir desse ano será concentrado nos meses de fevereiro e março.

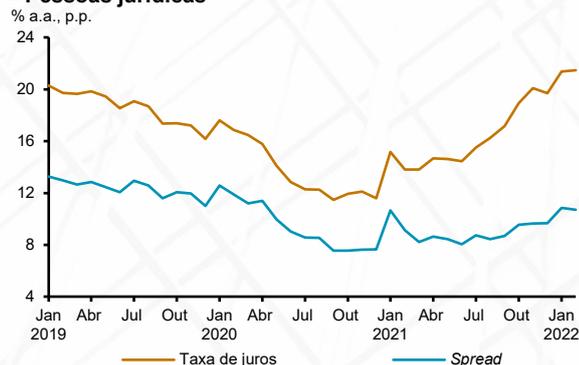
## Crédito

Desde o RI passado, o mercado de crédito tem sido caracterizado por: i) crescimento nominal das concessões às empresas e às famílias na maioria das modalidades; ii) continuidade da tendência de aumento das taxas de juros e do *spread*; e iii) elevação da inadimplência das famílias. Mesmo com a alta persistente dos últimos meses, a taxa de inadimplência e o *spread* ainda se encontram em níveis historicamente baixos. A projeção do crescimento nominal do saldo de crédito em 2022, detalhada em box deste relatório, foi revisada de 8,9% para 11,9%. A aprovação da lei que rege a extensão do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) e a surpresa positiva com o saldo de crédito em relação ao esperado no RI anterior – assim como ocorreu com a inflação e a atividade econômica – são os principais determinantes da revisão altista.

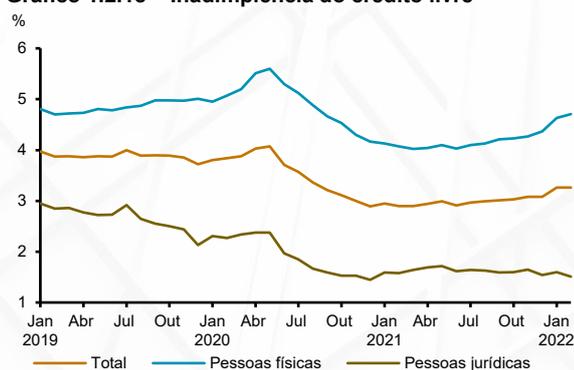
O principal destaque nas concessões de crédito às famílias nos últimos meses é a recuperação das operações com crédito livre, que exibiam acomodação no final de 2021. Sobressaem-se especialmente as modalidades mais associadas ao consumo, como cartão de crédito à vista e financiamento de veículos. Já o segmento direcionado apresentou retração, refletindo recuo nos novos financiamentos imobiliários e no crédito rural. Apesar da tendência de queda iniciada no final de 2021, as novas operações de crédito imobiliário às famílias ainda se encontram em patamar elevado em comparação ao observado nos anos anteriores ao início da pandemia.

21/ Considerando dados com ajuste sazonal da estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF) no conceito restrito. Para mais detalhes, consultar o box “Estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias” no Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

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



**Gráfico 1.2.18 – Inadimplência do crédito livre**



**Tabela 1.2.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário**

Acumulado no ano até abril

Segmento	R\$ bilhões		
	2020	2021	2022
Governo Central	95	-41	-80
d/q Governo Federal	9	-117	-160
d/q INSS	86	76	80
Governos regionais	-11	-33	-62
Empresas estatais	-2	-2	-6
<b>Total</b>	<b>83</b>	<b>-76</b>	<b>-148</b>

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superavit.

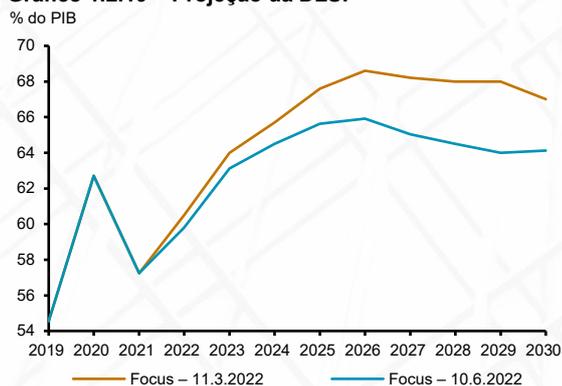
Nas novas operações das empresas, o crédito livre continua em patamar elevado nos últimos meses. Por sua vez, o crédito direcionado apresentou alta, com destaque para operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). No mercado de capitais doméstico, houve desaceleração nas captações depois de forte resultado no final de 2021, especialmente no caso das debêntures. Ainda assim, as captações de renda fixa continuam em nível elevado. Os financiamentos no exterior apresentaram ligeira recuperação nas operações, medidas em dólares, no início do ano, especialmente em abril.

Em linha com o aperto monetário em curso, houve intensificação da tendência ressaltada no último relatório de elevação das taxas de juros dos novos empréstimos bancários. Esse comportamento é disseminado entre as diversas modalidades do crédito com recursos livres e entre as concessões para famílias e empresas e se acentuou nos últimos meses. Em linha com esse movimento, o *spread* também aumentou, porém ainda se encontra em patamar historicamente baixo. A inadimplência da carteira com recursos livres manteve trajetória ascendente, especialmente entre as famílias e nas modalidades de crédito de maior risco e custo, como cartão de crédito e crédito não consignado. Assim como no caso do *spread*, a inadimplência ainda se encontra abaixo de sua média histórica. Essa piora possivelmente reflete maior dificuldade na gestão orçamentária das famílias, em contexto de renda disponível ainda deprimida em termos reais e de aumento de concessões de crédito, particularmente nas modalidades de custo mais elevado.

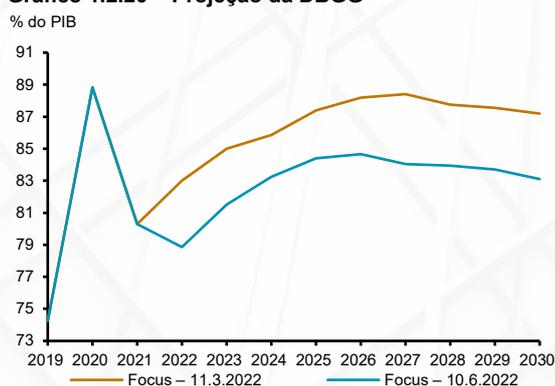
## Fiscal

No primeiro quadrimestre do ano continuaram as surpresas positivas nos resultados fiscais. Assim como em 2021, esse quadro desencadeou revisões nas projeções para o ano corrente. A mediana das expectativas do Questionário Pré-Copom (QPC) para o *deficit* primário do Governo Central em 2022 passou de R\$67 bilhões no último RI para R\$12 bilhões na edição atual. As projeções de dívida acompanharam essa melhora e apresentaram redução, de acordo tanto com o relatório Focus quanto com o QPC. Apesar das melhoras nos resultados e nas projeções de curto prazo, a percepção da situação fiscal voltou

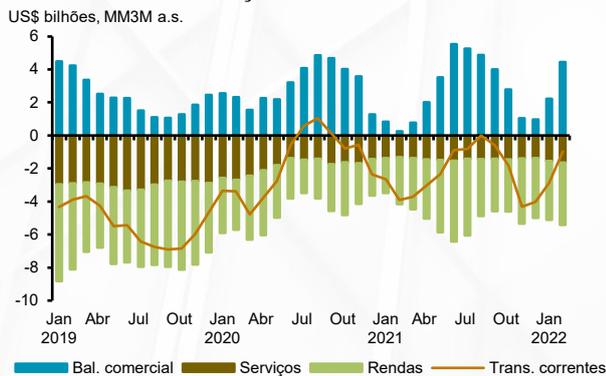
**Gráfico 1.2.19 – Projeção da DLSP**



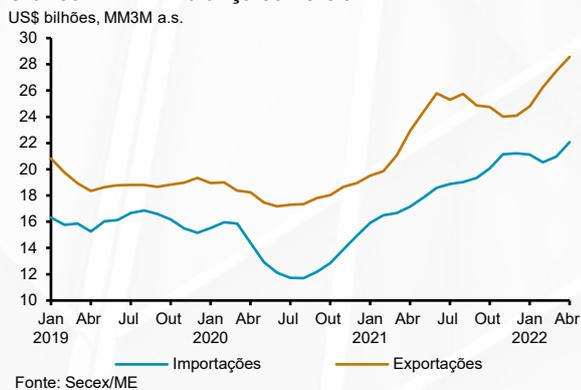
**Gráfico 1.2.20 – Projeção da DBGG**



**Gráfico 1.2.21 – Transações correntes**



**Gráfico 1.2.22 – Balança comercial**



22/ Nas quatro edições do QPC até março, a maioria dos analistas via deterioração da situação fiscal. No QPC de maio, a maior parte dos analistas indicou que a situação fiscal tinha sofrido pouca mudança em relação ao Copom anterior (57%), com número menor de analistas observando piora ou melhora (24% e 19%, respectivamente). No QPC de junho, a percepção voltou a ser predominantemente de piora da situação fiscal (69% dos respondentes).

a piorar recentemente, o que possivelmente reflete riscos ao cenário central dos analistas.<sup>22</sup>

No critério “abaixo da linha”, o *superavit* primário do Governo Central nos primeiros quatro meses do ano atingiu R\$80 bilhões, ante R\$41 bilhões no mesmo período em 2021. Os governos regionais mostraram movimento similar: *superavit* de R\$62 bilhões, ante R\$33 bilhões no ano passado, na mesma comparação. Essa melhora é resultado, principalmente, da crescente arrecadação, em contexto de inflação ainda pressionada, preços internacionais de *commodities* elevados e crescimento econômico acima do esperado no início do ano.

Em linha com os resultados primários positivos, houve redução nas projeções de dívida. Entre o RI anterior e este, a mediana das expectativas do QPC para 2022 passou de 83% do PIB para 79%, no caso da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG); e de 61% para 59%, no caso da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Movimento similar ocorreu com a mediana do Focus, que mostrou projeções melhores inclusive para horizonte mais longo. Essa reavaliação ocorreu a despeito do aumento nos gastos com juros do setor público, que passaram de 4,1% do PIB no acumulado do ano até abril em 2021 para 4,9% no mesmo período de 2022, um aumento de R\$41 bilhões.

## Contas externas

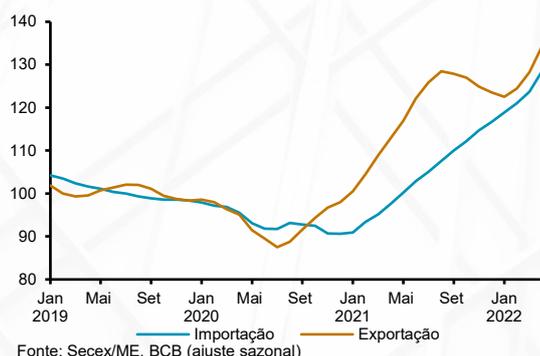
A balança comercial avançou em linha com o esperado. Nos últimos meses houve recuperação do valor exportado, reforçando a projeção de recorde histórico de vendas externas de bens em 2022. As importações também cresceram, porém em ritmo mais lento, impulsionadas pelo aumento dos preços, especialmente em combustíveis e fertilizantes. As projeções atualizadas, descritas em box deste relatório, indicam cenário semelhante ao esperado em março: ligeiro *superavit* em conta corrente, com saldo comercial recorde e *deficit* na conta de serviços ainda contido, e entradas em investimento direto no país.

A melhora das exportações refletiu crescimento tanto no volume quanto nos preços. Considerando

dados alfandegários, divulgados pela Secretaria de Comércio Exterior do Ministério da Economia (Secex/ME), o valor exportado no acumulado do ano até abril atingiu o recorde de US\$101 bilhões – crescimento de 24% em relação ao mesmo período de 2021 e de 16% em relação ao quarto trimestre de 2021 (neste caso considerando a média mensal da série com ajuste sazonal). Tal expansão deveu-se principalmente ao desempenho das vendas de bens básicos, como soja, carnes e petróleo.

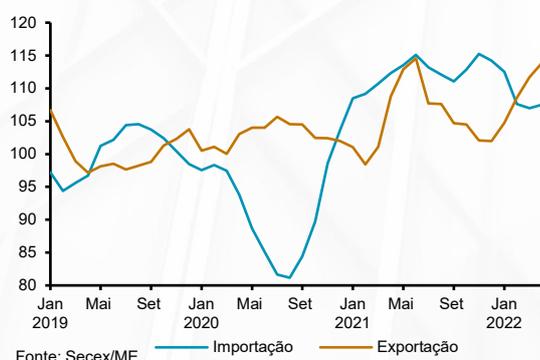
**Gráfico 1.2.23 – Índices de preço**

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



**Gráfico 1.2.24 – Índices de quantum**

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.



O ligeiro crescimento no valor das importações é resultado do aumento dos preços, uma vez que o volume recuou nos últimos meses. Considerada a classificação das categorias de uso, essa queda no *quantum* se deu especialmente em bens de capital e bens intermediários. É possível que o recuo na importação de bens intermediários concomitantemente ao ligeiro crescimento da indústria de transformação<sup>23</sup> seja, em parte, correção do descolamento entre essas variáveis abordado em boxe no último RI.<sup>24</sup> No referido trabalho, mostrou-se que em 2021 as importações brasileiras de bens cresceram substancialmente acima do PIB e, em particular, as importações de bens intermediários superaram a produção industrial doméstica. Conjecturou-se que esse desvio da relação histórica entre as variáveis se devia: i) à demanda aquecida e ao bom nível de produção industrial verificados no fim de 2020 e início de 2021, que teriam favorecido projeções otimistas para a produção no restante do ano e elevado a encomenda de insumos importados; e ii) a um aumento precaucional nos volumes importados como forma de se resguardar de possível escassez futura de insumos, como as recentemente ocorridas em virtude das dificuldades com as cadeias globais de produção e logística. Essa análise – e o cenário de menor nível de consumo de bens, expectativas menos otimistas de empresários industriais e indicativos de níveis de estoques menos desequilibrados na indústria – apontava para a atenuação do volume importado em 2022, o que foi incorporado nas projeções para as contas externas e tem sido observado nos dados recentes.

Na conta de serviços, os dados disponíveis sinalizam *deficit* ainda contido no início do ano. Os gastos com viagens e com aluguel de equipamentos continuam em patamar inferior ao pré-pandemia. Por sua vez, o *deficit* da renda primária está mais próximo do

23/ A produção da indústria de transformação cresceu 1,4% no primeiro trimestre de 2022 ante o imediatamente anterior. No mesmo intervalo, o volume importado de bens intermediários diminuiu 9%.

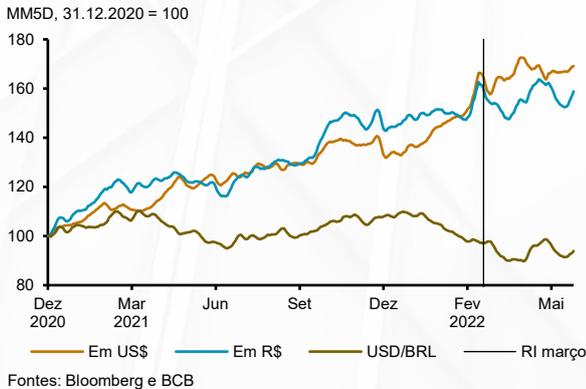
24/ Mais detalhes no boxe [Dinâmica das importações em 2021 e descolamento da atividade econômica](#) do Relatório de Inflação de março de 2022.

patamar de 2019, especialmente na conta de lucros e dividendos.

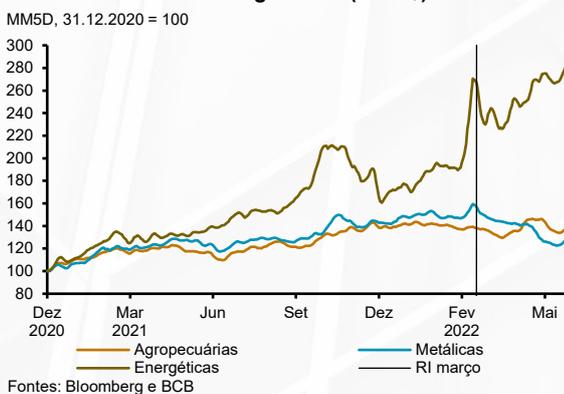
Na conta financeira, houve melhora nos fluxos de entrada de investimento direto no país. O valor em fevereiro (US\$12 bilhões), o melhor resultado mensal desde janeiro de 2017, foi impulsionado pelo desempenho favorável do componente participação no capital. Nos investimentos em carteira passivos, dados de janeiro e fevereiro mostram entrada de US\$7 bilhões, mas com reversão da composição vista em 2021: as entradas se concentraram em ações e fundos, com o interesse estrangeiro por títulos de dívida em queda.

Após acumular saldo positivo de US\$9 bilhões em janeiro e fevereiro, o movimento de câmbio contratado no segmento financeiro apresentou valor negativo de US\$4 bilhões em março, quando o cenário da economia global se deteriorou diante da escalada da guerra entre Rússia e Ucrânia. Ainda que também possa refletir fluxos derivados de outras rubricas do balanço de pagamentos, tal variação sugere fluxos de investimento passivo, seja direto ou em carteira, menores no mês.

**Gráfico 1.2.25 – IC-Br e câmbio**



**Gráfico 1.2.26 – IC-Br segmentos (em R\$)**



## Preços

A inflação segue elevada e por mais um trimestre surpreendeu negativamente. Os recentes choques levaram a um substancial aumento nos componentes ligados a alimentos e combustíveis, enquanto a inflação de serviços e de bens industriais se mantém alta. As medidas de inflação subjacente subiram e seguem em patamar acima do compatível com o cumprimento da meta, indicando persistência do processo inflacionário. Há medidas tributárias em tramitação que podem vir a reduzir sensivelmente a inflação no ano corrente, mas que podem implicar inflação mais elevada no horizonte relevante para a política monetária. Nesse contexto, as expectativas de inflação continuaram se deteriorando.

O Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) apresentou alta mais moderada no trimestre, de 2,2% quando medido em dólares, após elevação de 25,2% no trimestre anterior.<sup>25</sup> Houve heterogeneidade relevante entre os segmentos. Por um lado, houve recuo expressivo e disseminado das *commodities* metálicas, o que

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

anulou os ganhos observados anteriormente no ano. Contribuíram para esse movimento os *lockdowns* na China, adotados em resposta ao aumento dos casos de Covid-19, e a perspectiva de um aperto mais intenso da política monetária nos países avançados, com impacto contracionista sobre a demanda global. As *commodities* agropecuárias e energéticas, por outro lado, seguiram em alta. A guerra na Ucrânia continua pressionando a oferta desses produtos e gerando incertezas. Preocupações com relação à segurança alimentar levaram alguns países a limitar suas exportações, exacerbando essas pressões.<sup>26</sup>

O real apreciou 3,2%, mais do que compensando a alta das *commodities* em dólar. Com isso o IC-Br apresentou queda de 1,1%, quando medido em reais.

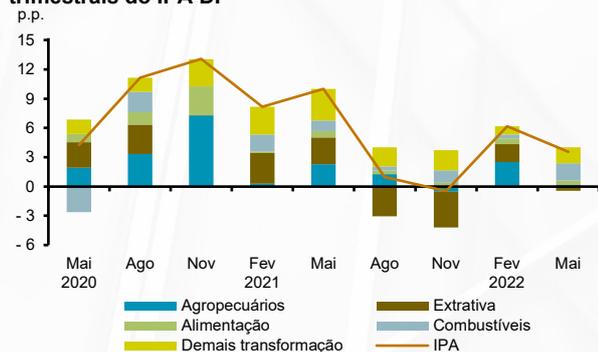
Os preços internacionais de combustíveis não apresentaram o mesmo comportamento favorável, mesmo quando medidos em reais. Além da alta no preço do barril do petróleo, destaca-se a significativa ampliação das margens de refino<sup>27</sup>, para patamar recorde. O aumento das margens reflete aperto da oferta na produção de derivados, para além da oferta de óleo cru, em momento em que a demanda por combustíveis está robusta.<sup>28</sup> A disparada do preço internacional dos combustíveis implicou aumento relevante da defasagem dos preços domésticos, especialmente da gasolina. Com isso, há a possibilidade de que novos reajustes venham a ocorrer no curto prazo. Por outro lado, é possível que o patamar extraordinário das margens de refino não se sustente nos próximos meses.

O ritmo de alta dos preços ao produtor arrefeceu, mas continuou forte. O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna (IPA-DI) subiu 3,56% no trimestre encerrado em maio após ter subido 6,17% no anterior. O arrefecimento refletiu principalmente o comportamento dos preços agropecuários (0,57% ante 8,72%), com destaque para a soja, milho, bovinos e café. A apreciação do real contribuiu para reduzir o preço das *commodities* agrícolas produzidas no país.<sup>29</sup> O índice de preços

**Gráfico 1.2.27 – Crack spread gasolina**



**Gráfico 1.2.28 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-DI**



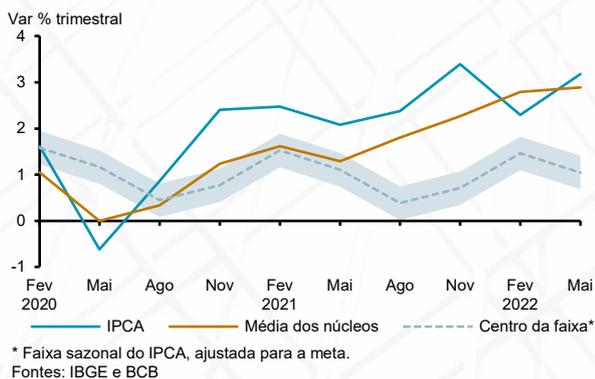
26/ Segundo o *Food Export & Fertilizer Restrictions Tracker*, do *International Food Policy Research Institute* (IFPRI), atualmente há 25 países com algum tipo de restrição às exportações de alimentos ou fertilizantes. Antes do conflito entre Rússia e Ucrânia, havia apenas 8 países com esse tipo de restrição.

27/ Medidas usualmente pelo *crack spread*, que é a diferença entre o preço do derivado de petróleo e o preço do petróleo, quando cotados na mesma unidade (ex: US\$/barril).

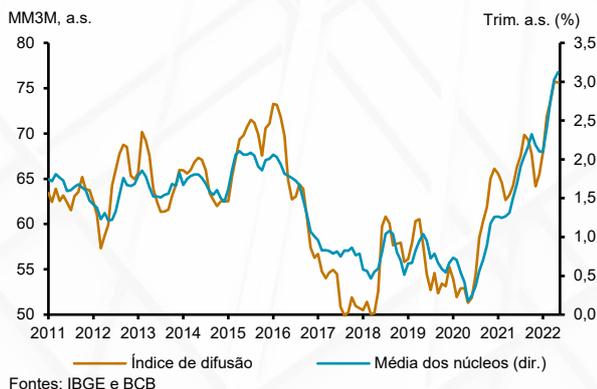
28/ Sobre o aperto da oferta no refino, é importante destacar que os estoques estão baixos e que a Rússia não só é importante produtora e exportadora de petróleo, mas também de derivados. Sobre a demanda, vale destacar o início da temporada de viagens nos EUA (*driving season*), combinada ao nível ainda elevado da atividade econômica.

29/ Vale ressaltar que as variações mensais do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) refletem médias mensais de preços. Considerando cotações médias mensais, em maio o real esteve 4,6% mais apreciado que em fevereiro.

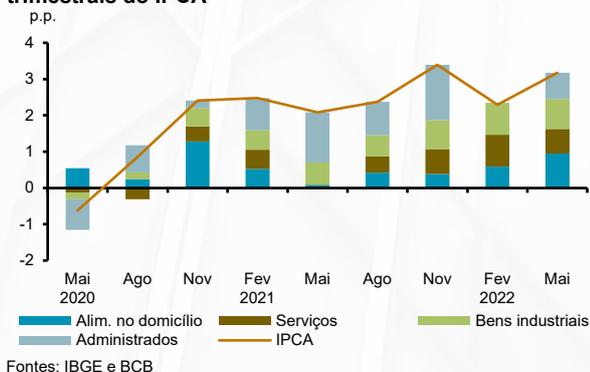
**Gráfico 1.2.29 – IPCA e média dos núcleos**



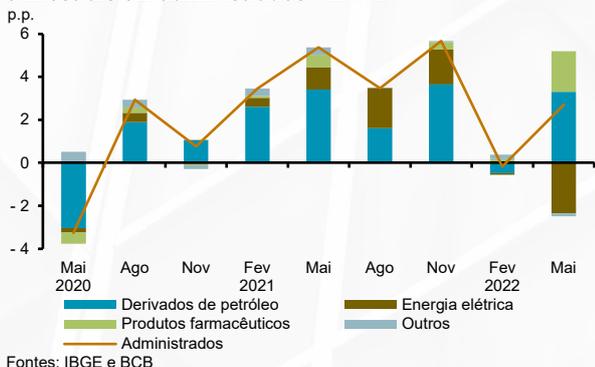
**Gráfico 1.2.30 – Índice de difusão e média dos núcleos**



**Gráfico 1.2.31 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA**



**Gráfico 1.2.32 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA**

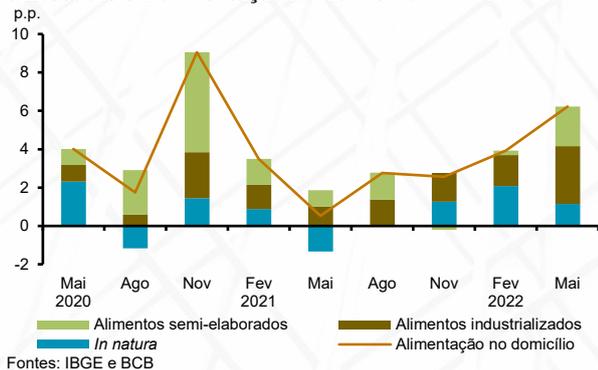


agropecuários só não recuou porque, na pecuária, leite, aves e suínos tiveram forte aumento de preços. Já os preços industriais continuaram em consistente elevação (4,82% ante 5,14%). Exceto pela indústria extrativa, cujos preços recuaram de forma significativa, puxados pelo minério de ferro, nos demais segmentos da indústria o movimento de alta dos preços manteve ímpeto. Os combustíveis tiveram alta bastante expressiva (19,62%), refletindo o avanço das cotações internacionais. Os alimentos e bebidas mantiveram variação elevada, sendo que a alta nos preços de carnes e laticínios compensou o arrefecimento da alta nos preços de óleos. Considerando a indústria de transformação ex-alimentação e combustíveis, o aumento de preços foi de 4,34% (ante 2,11%), com destaque para a alta dos preços de produtos químicos – em particular de fertilizantes – e metalurgia básica.

A pressão sobre os preços ao consumidor se intensificou no trimestre encerrado em maio. Medida pela variação acumulada do IPCA em três meses, a inflação aumentou de 2,30% em fevereiro para 3,18% em maio, puxada por maior elevação nos preços de combustíveis e alimentos. Ainda que o aumento da inflação seja em parte explicado por esses componentes voláteis, deve ser destacado que o avanço dos preços mais associados ao processo inflacionário subjacente seguiu disseminado e se intensificou na margem. A média dos núcleos de inflação foi 2,89%, patamar superior ao observado no trimestre anterior (2,79%) e acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta de inflação. Considerando dados dessazonalizados, o avanço da média dos núcleos é ainda mais nítido: de 2,41% para 3,12%. O mesmo pode ser observado com o índice de difusão.

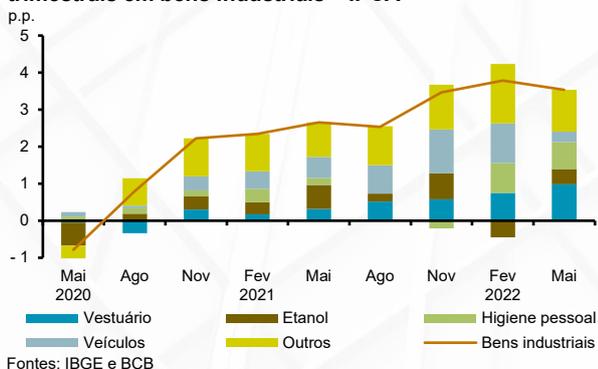
Os preços administrados variaram 2,70% no trimestre (ante -0,18%) e exerceram a maior contribuição para o aumento da inflação na margem. Os combustíveis, que haviam aliviado a inflação no trimestre anterior, voltaram a exercer forte pressão, refletindo a alta no preço internacional do petróleo e de seus derivados. Além disso, os preços dos medicamentos subiram, seguindo o reajuste anual da categoria – com repasse da inflação passada, que se encontra em nível elevado. Esses fatores mais do que compensaram o significativo alívio que o fim da bandeira escassez hídrica (com transição para bandeira verde, que não implica custo adicional ao consumidor) exerceu sobre as tarifas de energia elétrica.

**Gráfico 1.2.33 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA**



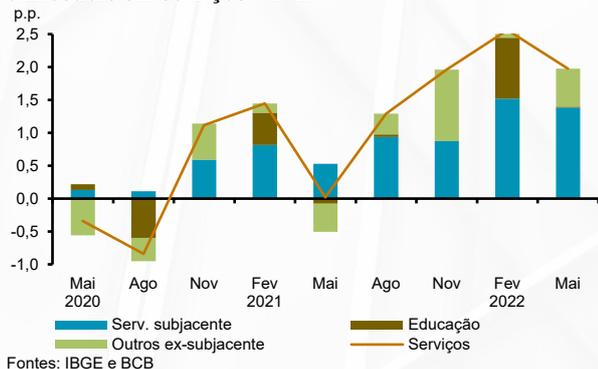
Os alimentos tiveram alta substancial de preços no trimestre (6,21%), exercendo a principal contribuição para a taxa de inflação trimestral. E isso ocorreu após a elevação significativa de 3,93% no trimestre encerrado em fevereiro. Naquele trimestre, a forte alta se deveu sobretudo a alimentos *in natura*, impactados por efeitos climáticos adversos. No trimestre encerrado em maio, contudo, a elevação nos preços de alimentos foi bastante disseminada. Houve forte aumento no preço de leites e derivados, reflexo de oferta prejudicada por questões climáticas e insumos mais caros. Também foram relevantes as altas nos preços de panificados, de farinhas e de óleos, que em parte podem ser atribuídas aos efeitos da guerra na Ucrânia.

**Gráfico 1.2.34 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA**



A inflação de bens industriais continuou elevada no trimestre (3,53% ante 3,78%). Contudo, desconsiderando-se o preço do etanol – de fixação livre, mas que sofre grande influência do preço da gasolina, que é administrado –, algum alívio pôde ser observado (3,23% ante 4,42%). A redução das alíquotas do IPI pode ter contribuído para essa modesta desaceleração, mas há incerteza na estimativa de seu impacto. Adicionalmente, a indefinição quanto à aplicação da medida contribuiu para que seus efeitos tenham sido limitados.<sup>30</sup> O arrefecimento abrangeu artigos de residência, veículos e peças, mas não artigos de vestuário, de limpeza e materiais de construção.

**Gráfico 1.2.35 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA**

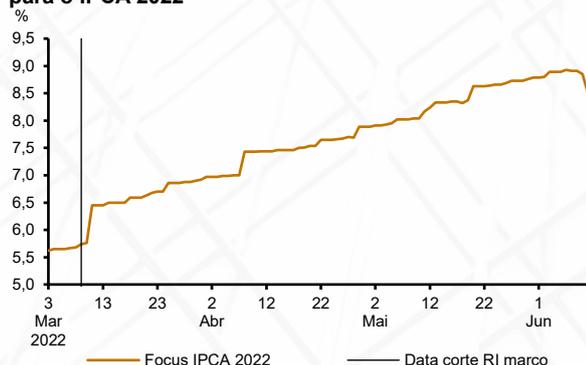


A inflação de serviços foi 1,98% no trimestre, menor que no anterior (2,56%). O principal vetor de alívio foi a passagem do reajuste das mensalidades escolares, que ocorre no início do ano e faz parte do componente ex-subjacente. Ainda considerando este componente, destaca-se a maior alta de emprego doméstico em maio, que possivelmente representa a retroalimentação entre inflação e variação dos salários nominais.<sup>31</sup> A inflação subjacente de serviços continuou pressionada (2,34% ante 2,57%). Entre os itens que integram este componente, houve, por um lado, alta menor em aluguel e condomínio, em razão da leitura atipicamente baixa em março. Por outro, alimentação fora do domicílio apresentou alta mais forte, afetada pela alta geral nos preços dos alimentos e pelo avanço da demanda no setor.

30/ A indefinição advém de questionamentos jurídicos aos decretos de redução do IPI, em razão de seu impacto sobre a Zona Franca de Manaus.

31/ Além disso, o movimento tem implicação direta sobre projeções. Este componente se mostra bastante inercial em razão da metodologia de apuração, que envolve o uso de um modelo de espaço de estados sobre série de rendimentos da PNAD Contínua para suavizá-la.

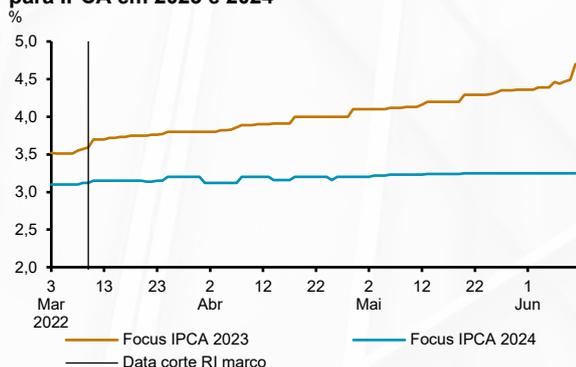
**Gráfico 1.2.36 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2022**



**Tabela 1.2.3 – Abertura da revisão na projeção do Focus para 2022**

	Peso	Projeção Focus (% a.a.)		
		11-mar	10-jun	Contr. p/ Δ (p.p.)
<b>IPCA</b>	<b>100</b>	<b>6,45</b>	<b>8,50</b>	<b>2,05</b>
IPCA (por agregação)	100	6,38	8,43	2,05
Alimentação no domicílio	15	8,12	12,50	0,66
Bens industriais	23	6,67	9,84	0,74
Serviços	34	6,05	7,57	0,52
Administrados	27	5,61	6,09	0,13
Livres (por agregação)	73	6,67	9,31	1,92

**Gráfico 1.2.37 – Mediana das expectativas anuais Focus para IPCA em 2023 e 2024**



Nas últimas semanas ganharam destaque iniciativas do legislativo e do executivo federal com significativo potencial de impacto na inflação. Destacam-se dois projetos: o primeiro limita de forma permanente a alíquota do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) sobre bens essenciais, que incluiriam combustíveis, energia elétrica e telecomunicações, e zera impostos federais sobre gasolina e etanol até o final de 2022.<sup>32</sup> O segundo incentivaria a zeragem, pelos governos estaduais, do ICMS sobre o diesel e o gás – com validade até o final do ano.<sup>33</sup>

Estima-se que as medidas tenham impacto substancial sobre o nível agregado de preços, caso aprovadas. A mediana das estimativas levantadas pelo QPC é de impacto de -2,0 p.p. no IPCA.<sup>34</sup> Consideradas as respostas a este questionário, recebidas entre 3 e 9 de junho, infere-se que, de modo geral, os analistas não incorporavam este impacto em suas projeções centrais de inflação<sup>35</sup>. Mas a possibilidade de que venham a ser aprovadas fez com que os analistas já revisassem a avaliação do balanço de riscos para o IPCA em 2022, classificando como preponderantes os riscos de baixa.<sup>36</sup> Para 2023 houve aumento na proporção de analistas que veem como preponderantes os riscos de alta, refletindo, em parte, a reversão das medidas que impactam o nível de preços apenas em 2022.

A mediana das expectativas de inflação subiu bastante desde o último relatório, de 6,45% para 8,50%, distanciando-se ainda mais do limite superior do intervalo de tolerância ao redor da meta de inflação (5%). A surpresa com a inflação realizada no trimestre contribuiu com a maior parte dessa revisão, aproximadamente 1,7 p.p. A análise desagregada das projeções dos analistas revela que o aumento das expectativas para o ano corrente foi difundido entre os segmentos, mas com maior relevância dos preços livres, especialmente alimentação no domicílio e bens industriais. A expectativa para o ano de 2023 – que neste momento caracteriza o horizonte relevante para a política monetária – também teve

32/ Projeto de Lei Complementar nº 18/2022. Segundo o projeto, bens essenciais não poderiam ser tributados com alíquota superior aos das operações em geral (17% ou 18%, em regra). O projeto também altera a base de cálculo do ICMS sobre energia elétrica e diesel (para o diesel, apenas até o final de 2022).

33/ Projeto de emenda à constituição nº 16/2022. Os estados que aderissem seriam compensados pela União. Além disso, incentiva o estabelecimento de alíquota de 12% para o ICMS incidente sobre o etanol hidratado.

34/ 95 respostas, com intervalo de -3,0 p.p. a -1,0 p.p. entre os percentis 10 e 90.

35/ 74% dos respondentes indicaram que as suas projeções não incorporam nenhum impacto da medida. 23% incorporam algum impacto, mas inferior ao impacto potencial estimado. Apenas 3% incorporam totalmente o impacto potencial estimado.

36/ Desde a 237ª reunião do Copom, em março de 2021, os analistas avaliavam que havia predominância de riscos altistas para a inflação de 2022.

alta relevante desde o relatório anterior, passando de 3,70% para 4,70%.<sup>37</sup> Com isso, situa-se bastante próxima do limite superior do intervalo de tolerância (4,75%). Para 2024, as expectativas se deterioraram na margem, passando de 3,15% para 3,25%, situando-se acima do centro da meta (3,00%).

---

37/ As medianas das expectativas para 2022 e 2023, de acordo com a pesquisa Focus, sofreram variação relevante entre os dias 9 e 10 de junho, sugerindo incorporação parcial dos efeitos das medidas tributárias detalhadas acima. A mediana das projeções para 2022 passou de 8,85% em 9 de junho para 8,50% em 10 de junho, com a maior parte da revisão concentrada em preços administrados. A mediana das projeções para 2023 passou de 4,51% para 4,70%.

## Revisão da projeção do PIB para 2022

Dados divulgados desde o Relatório de Inflação (RI) de março deste ano evidenciaram crescimento no primeiro trimestre mais expressivo do que se projetava. O carregamento estatístico do primeiro trimestre e indicadores mensais de abril e maio também sugerem um segundo trimestre mais positivo do que o antecipado.<sup>1</sup> De forma geral, a nova projeção incorpora um primeiro semestre mais forte que o previamente esperado e mantém a expectativa de desaceleração relevante da atividade no segundo semestre, quando os impactos da política monetária tendem a ficar mais evidentes. Portanto, a projeção central do Banco Central do Brasil para a taxa de variação do Produto Interno Bruto (PIB) em 2022 foi revisada de 1,0%, valor divulgado nas duas edições anteriores do RI, para 1,7%. A incerteza ao redor da projeção permanece maior que a usual, particularmente em razão do cenário externo, caracterizado por continuidade da guerra na Ucrânia e riscos crescentes de desaceleração global em ambiente de inflação significativamente pressionada.

A surpresa positiva no PIB do primeiro trimestre e a previsão de nova alta no segundo elevam o carregamento estatístico para 2022. A expectativa de crescimento do PIB no segundo trimestre é reforçada por novos estímulos ao consumo das famílias – saque extraordinário do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e antecipação do 13º salário dos aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) – e por perspectiva de avanço da agropecuária e da indústria extrativa, após quedas no início do ano<sup>2</sup>. Adicionalmente, algumas atividades econômicas mais atingidas pela pandemia, como serviços prestados às famílias, ainda se encontram em patamares deprimidos, sugerindo existência de algum espaço para novas altas no curto prazo decorrentes do processo de normalização da economia.<sup>3</sup>

Há, contudo, fatores que contribuem para o arrefecimento da atividade no segundo semestre. Efeitos cumulativos do aperto monetário em curso, que é parte da estratégia de convergência da inflação para o redor da meta no horizonte relevante, devem contribuir para a desaceleração da atividade ao longo dos próximos trimestres. No mercado de crédito bancário já são observadas repercussões desse movimento, como a elevação das taxas de juros na maioria das modalidades do crédito livre e a diminuição da concessão de financiamento imobiliário. Parte da piora das condições financeiras também é reflexo da política monetária doméstica.<sup>4</sup>

Adicionalmente, alterações no calendário de transferências governamentais às famílias, como a antecipação do 13º salário dos aposentados e pensionistas do INSS e a concentração do abono salarial no primeiro trimestre, terão impacto negativo sobre a renda disponível das famílias no segundo semestre, contribuindo para o arrefecimento do consumo.

Os impactos do choque negativo de oferta – relacionado principalmente à guerra na Ucrânia, que afeta, entre outros produtos, a oferta global de combustíveis e de alguns grãos – ainda devem ser sentidos no

1/ Mais detalhes sobre o desempenho da atividade econômica doméstica no primeiro e segundo trimestres do ano são apresentados no capítulo 1 deste relatório.

2/ Na indústria extrativa, há perspectiva de normalização da produção de minério de ferro após as chuvas excessivas no primeiro trimestre. No caso da agricultura, a quebra da safra de soja atinge especialmente o primeiro trimestre e não deve contribuir, portanto, para novo recuo na atividade no segundo trimestre.

3/ Contudo, parte das alterações no padrão de consumo ocorridas em razão da pandemia podem ter caráter mais persistente, o que poderia implicar menor espaço para recuperação cíclica dessas atividades.

4/ O Indicador de Condições Financeiras (ICF) calculado pelo Banco Central do Brasil (BCB) é apresentado no capítulo 2 desse relatório.

curto prazo.<sup>5</sup> A manutenção de preços elevados de *commodities* e a continuidade do crescimento dos preços dos bens importados sinalizam que ainda não houve reversão, ou dissipação significativa, do choque.<sup>6</sup> Além dos impactos já materializados, a continuidade da guerra permanece trazendo incertezas para economia mundial. Contudo, o risco mais direto de escassez de fertilizantes na economia brasileira, em razão de potenciais dificuldades para importar esses insumos, reduziu-se. As importações totais de fertilizantes até maio cresceram 15,1% em relação ao mesmo período do ano passado.

Ainda quanto aos riscos ao redor da projeção central, os associados a efeitos econômicos diretos de novas ondas da pandemia de Covid-19 no país permanecem contidos, em um contexto de alta porcentagem de vacinados e de população e empresas mais adaptadas à convivência com o risco sanitário.

Diversamente, o risco de piora da pandemia em outros países, já mencionado no RI anterior, continua expressivo. Em especial na China, surtos localizados de Covid-19 em associação com a política de Zero Covid têm levado a *lockdowns*, afetando o crescimento e dificultando a normalização das cadeias globais de produção e logística. A recorrência de eventos desse tipo por período prolongado, além de contribuir para manutenção de dificuldades na obtenção de insumos para alguns setores da indústria doméstica, pode afetar a demanda chinesa por *commodities* produzidas no Brasil. Nesse contexto, em abril, continuava elevada a parcela de empresários industriais brasileiros que citavam a escassez de matéria-prima como um fator limitante da produção<sup>7</sup>.

Diante de um cenário de inflação global bastante pressionada, levando bancos centrais de países desenvolvidos e emergentes a adotarem postura mais contracionista, há também o risco de desaceleração mais intensa da atividade mundial, o que poderia afetar a economia doméstica já no segundo semestre de 2022. Por outro lado, a redução de pressões inflacionárias no mundo contribuiria para um processo mais célere de convergência da inflação à meta no Brasil.

Por fim, no âmbito fiscal doméstico, as medidas tributárias em tramitação e discussão podem reduzir sensivelmente a inflação no ano corrente, embora elevem, em menor magnitude, a inflação no horizonte relevante de política monetária. Contudo, políticas fiscais que impliquem sustentação da demanda agregada no curto prazo, mas que piorem a trajetória fiscal do país – assim como a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal – podem pressionar os prêmios de risco e a confiança dos agentes, com impactos negativos, possivelmente defasados, sobre a atividade econômica e os investimentos em particular.

Entre os componentes da oferta, a projeção de crescimento da agropecuária para 2022 foi ajustada apenas marginalmente, de 2,0% para 2,2%, em linha com revisões menores no Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em particular, a projeção da safra de grãos no levantamento manteve-se praticamente inalterada em 262 milhões de toneladas, incorporando estimativa menor para a safra de soja e projeção maior para a segunda safra de milho na comparação com o levantamento publicado em março.

Na indústria, a previsão foi revisada de queda de 0,3% para crescimento de 1,2%. O crescimento esperado para a indústria extrativa foi mantido em 1,8% e houve pequeno ajuste na projeção para a construção civil, de 3,3% para 3,8%. As mudanças mais relevantes ocorreram nas projeções para a indústria de transformação e serviços industriais de utilidade pública. Na transformação, o resultado melhor que o antecipado no primeiro trimestre e os dados já divulgados para o segundo trimestre foram os principais fatores para a expectativa de menor queda no ano. Em relação aos serviços industriais de utilidade pública, já era esperado um resultado positivo no primeiro trimestre, em linha com a menor utilização de geração térmica

5/ O efeito do choque sobre o consumo das famílias é discutido nos boxes “Choques de oferta, preços e consumo” e “Revisão da projeção do PIB para 2022” do RI de março deste ano.

6/ Veja as seções “Contas externas” e “Preços” no capítulo 1 deste relatório.

7/ Conforme dados da Sondagem da Indústria de Transformação (Fundação Getúlio Vargas – FGV/Instituto Brasileiro de Economia – IBRE).

de energia elétrica.<sup>8</sup> Contudo, o crescimento divulgado foi substancialmente superior, o que influenciou a projeção do ano.

A projeção para o setor de serviços em 2022 teve alta relevante, de 1,4% para 2,1%. A revisão foi determinada por expectativas melhores para o comércio, serviços de transporte e para o grupo “outros serviços”. As três atividades apresentaram resultados no primeiro trimestre maiores do que o antecipado à época do RI anterior, surpresa que se estende para a projeção do restante do ano. No sentido contrário, serviços financeiros e de informação foram revisados para baixo, também em linha com os dados divulgados.

Com relação aos componentes domésticos da demanda agregada, a estimativa para a variação do consumo das famílias foi elevada de 1,1% para 1,7%. A alta é justificada pela evolução favorável do mercado de trabalho, do varejo e dos serviços prestados às famílias nos dados recentes. A antecipação de benefícios sociais para a primeira metade do ano favorece o consumo no segundo trimestre, mas deve reforçar a tendência de desaceleração projetada para o restante do ano.

A projeção de recuo da formação bruta de capital fixo (FBCF) foi revista de -1,5% para -2,7%,<sup>9</sup> refletindo

**Tabela 1 – Produto Interno Bruto**  
Acumulado no ano

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

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

tanto o resultado abaixo do esperado no primeiro trimestre, quanto a evolução recente mais fraca da produção de bens de capital. O aperto das condições financeiras, as dificuldades na cadeia de suprimentos de alguns setores e a elevada incerteza em relação às economias mundial e doméstica são fatores prejudiciais à trajetória futura dos investimentos. Em sentido oposto, preços elevados de *commodities* favorecem investimentos na indústria extrativa e na agropecuária no médio prazo.

Houve apenas ajuste marginal na projeção de crescimento para as exportações em 2022 (de 2,0% para 2,5%), em linha com projeções pouco modificadas para a agropecuária e a indústria extrativa. Por outro lado, a queda prevista para as importações foi revista de -2,0% no RI anterior para -4,0% neste RI, apesar da expectativa de crescimento um pouco maior da demanda interna. A revisão negativa incorpora dados recentes do volume de bens importados, que mantiveram patamar abaixo do verificado em 2021. Essa trajetória pode refletir tanto a alta persistente do preço de produtos importados, quanto uma redução do descolamento entre importação e atividade doméstica – discutido em box do RI anterior. 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 0,5 p.p. e 1,2 p.p., respectivamente.

8/ A alta em serviços industriais de utilidade pública foi influenciada pelo aumento na geração de energia elétrica e pela redução da participação de usinas térmicas no total gerado, decorrente do bom regime de chuvas – usinas térmicas, por utilizarem mais insumos, produzem menor valor adicionado bruto para a mesma quantidade de energia produzida em comparação com hidrelétricas e usinas solares e eólicas.

9/ Assim como no RI anterior, 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.

## Projeção para a evolução do crédito em 2022

Desde o Relatório de Inflação anterior, os dados do mercado de crédito surpreenderam positivamente, em particular no segmento de crédito livre às famílias. Essa surpresa e a revisão do cenário prospectivo para a atividade econômica e a inflação no ano são os principais determinantes do aumento da projeção de crescimento do saldo nominal de crédito, de 8,9% no Relatório de Inflação (RI) de março deste ano para 11,9%.

**Tabela 1 – Saldo de crédito**

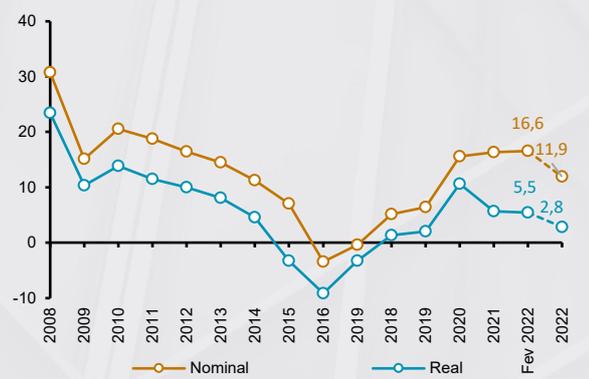
	Variação % em 12 meses				
	Ocorrido			Proj. 2022	
	2020	2021	Fev 2022	Anterior	Atual
Total	15,6	16,3	16,6	8,9	11,9
Livres	15,4	20,3	20,8	13,0	15,2
PF	10,7	23,0	23,7	13,0	17,0
PJ	21,2	17,3	17,5	13,0	13,0
Direcionados	15,9	10,9	10,8	2,8	7,0
PF	11,7	18,5	18,7	9,0	11,0
PJ	22,8	-0,3	-1,0	-8,0	0,0
Total PF	11,1	21,0	21,4	11,2	14,4
Total PJ	21,8	10,5	10,3	5,7	8,5

No crédito às pessoas físicas, o crescimento esperado do saldo com recursos livres aumentou de 13% para 17%. Essa revisão incorpora cenário com inflação mais elevada e perspectivas de maior crescimento do consumo das famílias, com reflexos especialmente nas operações com cartão de crédito e demais modalidades associadas ao consumo. Também foram consideradas as recentes mudanças no crédito consignado, com aumento da margem consignável para aposentados e pensionistas do INSS e expansão do acesso às operações dessa modalidade para pessoas que recebem o Benefício de Prestação Continuada (BPC) ou o Auxílio Brasil. Já no crédito direcionado, a evolução acima do esperado no início do ano explica a revisão altista no segmento.

No caso das empresas, a projeção de crescimento do saldo com recursos livres foi mantida em 13%. O segmento tem apresentado desempenho em linha com o esperado no RI anterior e considera-se que o cenário mais benéfico para a atividade doméstica deve ser compensado pelo encarecimento do crédito bancário e pela competição com linhas alternativas de crédito no segmento direcionado e com o mercado de capitais. Por fim, a revisão altista no segmento direcionado é explicada, principalmente, pela incorporação de novos empréstimos no âmbito do Pronampe<sup>1</sup> e do PEAC<sup>2</sup>.

**Gráfico 1 – Saldo de crédito total**

Var. % em 12 meses



As recentes mudanças na legislação permitiram que novas concessões sejam feitas sem a necessidade de aportes adicionais da União ao Fundo de Garantia de Operações (FGO) e ao Fundo Garantidor de Investimentos (FGI).

Por fim, depois do forte aumento registrado no saldo nominal de crédito nos dois anos anteriores, a projeção atual continua caracterizando um cenário de desaceleração do crédito, em linha com o aperto monetário vigente.

- 1/ Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte. A Lei nº 14.348, de 25 de maio de 2022, postergou a devolução dos recursos aportados pela União no FGO para 2025 e permitiu a contratação de novas operações de crédito com garantia do fundo com recursos não utilizados e com recursos recuperados. Ou seja, à medida que os atuais contratos vão sendo amortizados, liberam frações do fundo para a cobertura de novas operações de crédito.
- 2/ Programa Emergencial de Acesso a Crédito. A Medida Provisória nº 1.114, de 20 de abril de 2022, possibilitou a contratação de crédito por empresas com faturamento anual de até R\$300 milhões com a cobertura do FGI até dezembro de 2023, sendo prevista a devolução dos recursos aportados pela União a partir de janeiro de 2024.

## Projeções para as contas externas de 2022

As projeções atualizadas das contas externas indicam manutenção do cenário favorável descrito no Relatório de Inflação anterior. Manteve-se a expectativa de ligeiro *superavit* em conta corrente – o primeiro desde 2007 – com saldo comercial recorde e *deficit* na conta de serviços ainda contido, além de manutenção na entrada de fluxos de investimento direto. As maiores alterações em relação ao Relatório de Inflação (RI) anterior se concentraram nas aberturas da balança comercial, refletindo preços internacionais ainda mais elevados.

**Tabela 1 – Projeções das contas externas**

Discriminação	US\$ bilhões			
	2021	2022	Projeção 2022	
	Ano	Jan-fev	Anterior	Atual
Transações correntes	-28	-10	5	4
Balança comercial	36	2	83	86
Exportações	284	44	328	342
Importações	248	42	245	257
Serviços	-17	-3	-26	-26
dos quais: viagens	-2	-1	-7	-7
dos quais: aluguel de equip.	-7	-1	-8	-8
Renda primária	-50	-10	-56	-59
dos quais: juros	-21	-4	-26	-26
dos quais: lucros e dividendos	-30	-5	-30	-33
Investim. passivos	106	26	66	62
IDP	46	17	55	55
Inv. carteira	21	7	11	7
Outros inv. passivos <sup>1</sup>	38	3	0	0

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

Mesmo após forte revisão altista no RI de março deste ano, houve novo aumento na projeção para as exportações, para patamar que configura recorde histórico, caso confirmado. A atualização reflete, em grande medida, a elevação dos preços internacionais desde o RI anterior, com destaque para petróleo e derivados. Além disso, os bons resultados no ano em semimanufaturados de ferro e aço, óleos combustíveis e automóveis ensejaram projeção maior para exportação de semimanufaturados e manufaturados.

O valor projetado para as importações, por sua vez, também foi majorado a patamar que configura novo recorde histórico, se contrapondo à melhora das exportações e resultando em saldo comercial próximo do previamente projetado. A alta no valor importado resulta do aumento generalizado nos preços, em contexto de persistência das pressões nas cadeias globais de valor e inflação alta em muitas economias, apesar de queda ligeiramente mais intensa no *quantum* importado.

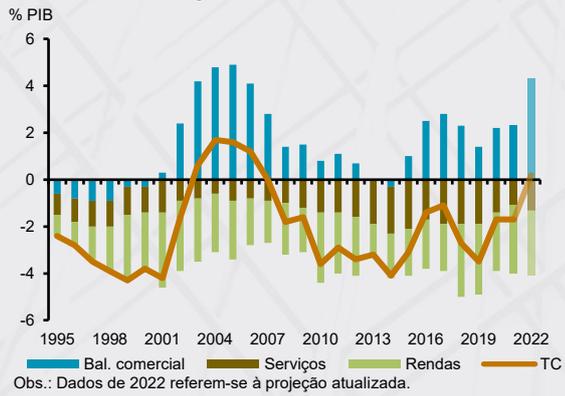
Na conta de serviços, manteve-se a projeção de *deficit* abaixo dos níveis pré-pandemia, refletindo menores despesas líquidas com aluguel de equipamentos, resultado principalmente da internalização definitiva de plataformas de petróleo, e despesas com viagens e transporte de passageiros ainda contidas.

Na renda primária, houve aumento do *deficit* esperado na conta de lucros e dividendos, em linha com preços internacionais de *commodities* mais elevados e expectativa de maior crescimento econômico – que favorecem a maior lucratividade de empresas locais com capital estrangeiro.<sup>1</sup>

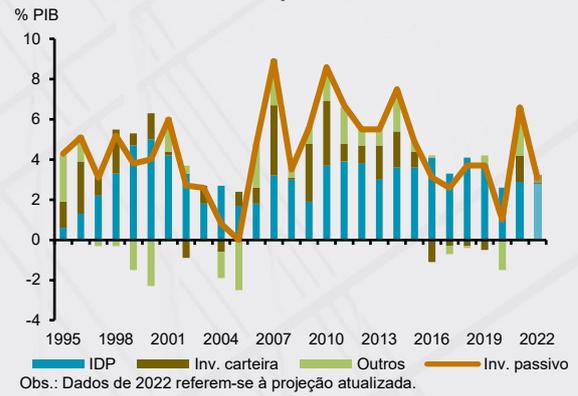
Por fim, manteve-se a projeção de investimento direto no país em US\$55 bilhões e reduziu-se ligeiramente a expectativa de entrada de fluxos de investimento em carteira, de US\$11 bilhões para US\$7 bilhões. Essa redução reflete condições financeiras internacionais mais restritivas, que devem afetar com mais intensidade países emergentes.

1/ O Relatório de Investimento Direto, publicado anualmente pelo Banco Central do Brasil (BCB) no link <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioid>, mostra grande exposição do investimento direto a setores exportadores de *commodities*, motivo pelo qual as despesas com lucros e dividendos refletem com maior peso os preços desses produtos.

**Gráfico 1 – Transações correntes**



**Gráfico 2 – Investimentos passivos**



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), considerando a data de corte deste documento.<sup>38</sup>

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 (PPC).<sup>39</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 247ª reunião do Copom, realizada em 14 e 15.6.2022. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 10.6.2022, a menos de indicação contrária.

---

38/ Em 23.6.2022, o CMN definiu, por meio da Resolução nº 5.018, a meta para a inflação de 2025 em 3,00%.

39/ Para mais detalhes, ver box “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 %				
	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
IPCA observado	1,62	1,06	0,47	3,18	11,73
Surpresa (p.p.)	0,60	-0,15	0,61	1,08	1,17

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte do Relatório de Inflação de março de 2022.

A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, surpreendeu novamente para cima no trimestre encerrado em maio, situando-se 1,08 p.p. acima do cenário básico (Tabela 2.1.1). No caso da mediana das expectativas de analistas de mercado, a surpresa se mostrou ainda maior.<sup>40</sup>

A surpresa inflacionária no trimestre decorreu do comportamento dos preços livres. A maior contribuição para a surpresa veio dos preços de alimentos, que tiveram alta expressiva no trimestre. Ainda que a surpresa no segmento tenha sido disseminada entre os componentes, merece menção especial a influência da alta no preço do leite. Novamente a pressão sobre preços de bens industriais se revelou mais persistente que o antecipado. Neste segmento, as principais surpresas altistas foram observadas em vestuário, higiene pessoal e etanol. Apesar da elevada incerteza envolvida, a projeção já incorporava uma estimativa dos efeitos da redução das alíquotas de IPI anunciadas antes do RI anterior sobre a variação de preços dos bens industriais. Todavia, é possível que o impacto dessa medida nos últimos três meses tenha sido limitado em decorrência da indefinição quanto à sua aplicação.<sup>41</sup> Também houve surpresa de alta na inflação de serviços, principalmente no item passagem aérea e no componente subjacente. A elevada variação deste último pode estar relacionada tanto à inércia quanto à retomada robusta da demanda por serviços. A maior alta dos preços livres foi apenas parcialmente compensada por menor alta dos preços administrados. Os recuos do dólar e do preço do petróleo (até maio, em comparação ao considerado na projeção) contribuíram para menor pressão sobre preços de combustíveis e as tarifas de energia recuaram mais com a transição para a bandeira tarifária verde (enquanto a projeção considerava vigência de bandeira amarela em maio). A distribuição mensal das surpresas foi em parte condicionada pela maior velocidade no repasse da alta no preço de combustíveis ocorrida em março e pela antecipação da transição de bandeira para meados de abril, frente à expectativa inicial de transição no início de maio.

40/ A mediana da inflação acumulada em março, abril e maio projetada pelos participantes do Focus em 11.3.2022 foi 1,55%. Os percentis 10 e 90 da distribuição foram 0,98% e 2,08%, respectivamente.

41/ A indefinição advém de questionamentos jurídicos aos decretos de redução do IPI, em razão de seu impacto sobre a Zona Franca de Manaus.

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

	2022					Variação %
	Jun	Jul	Ago	No trim.	12 meses até ago	
Cenário do Copom <sup>1</sup>	0,81	0,84	0,33	1,99	11,31	

Fontes: IBGE e BCB

1/ Cenário na data de corte.

No cenário de referência do Copom, as projeções de curto prazo consideram variações de 0,81% em junho, 0,84% em julho e 0,33% em agosto (Tabela 2.1.2). Caso se concretize, a inflação de 1,99% no trimestre implicará leve recuo da inflação acumulada em doze meses (11,73% em maio e 11,31% em agosto).

O cenário de referência não incorpora impacto das recentes iniciativas do Congresso Nacional que visam reduzir impostos sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações.<sup>42</sup> Por outro lado, o cenário de referência incorpora conservadoramente efeitos do Projeto de Lei nº 1.280/2022, que disciplina a devolução acelerada do Programa de Integração Social/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (PIS/Cofins) pago a mais pelos consumidores de energia elétrica.<sup>43</sup>

O cenário contempla arrefecimento gradual da inflação ao consumidor. Os preços de alimentos devem continuar pressionados em junho, com destaque para alimentos industrializados tais como farinha e panificados, mas devem arrefecer de forma mais nítida nos meses seguintes com a sazonalidade favorável. O comportamento recente de estabilidade ou mesmo queda do preço doméstico de alguns produtos agropecuários – como alimentos *in natura*, carnes, e alguns grãos – corrobora essa expectativa. A sazonalidade também favorece a queda do preço do etanol. A alta dos demais bens industriais e dos serviços deve arrefecer moderadamente, mas ainda continuará exercendo pressão significativa sobre a inflação. Por fim, entre os preços administrados, destaca-se a incorporação no IPCA, a partir de junho, do reajuste dos planos de saúde individuais.<sup>44</sup> Diante dos elevados preços internacionais do petróleo e seus derivados, o cenário também contempla reajuste no preço dos combustíveis no curto prazo. Espera-se que este aumento seja parcialmente revertido ao longo do trimestre com a normalização parcial da margem internacional de refino<sup>45</sup> e mitigado, no caso da gasolina, pelo recuo no preço do etanol.

42/ Na data de corte deste Relatório, essas iniciativas ainda estavam em tramitação.

43/ Na data de corte deste Relatório, essa iniciativa já havia sido aprovada pelas duas casas do Congresso Nacional e só aguardava sanção presidencial. Foi incorporado impacto menor que o potencial, porque há incerteza se será possível realizar toda a devolução dos recursos ainda em 2022.

44/ Em 26 de maio, a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) definiu um aumento de 15,5%. Em 2021 o reajuste foi negativo, -8,19%. O IPCA considera o reajuste de forma suavizada, distribuindo-o ao longo de doze meses.

45/ Este tema é discutido na seção Preços do capítulo 1 deste Relatório.

## 2.2 Projeções condicionais

### Condicionantes

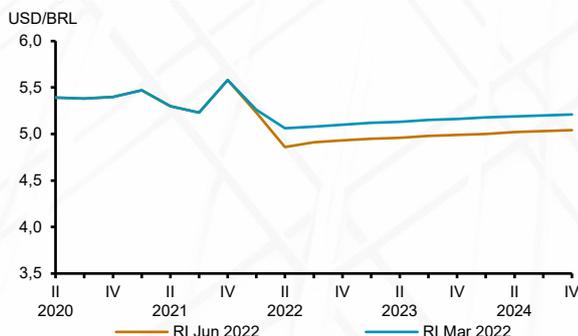
Os cenários para a inflação considerados são construídos utilizando vários condicionantes. A taxa de câmbio parte de USD/BRL 4,90<sup>46</sup>, inferior ao valor de USD/BRL 5,05 do Relatório anterior, e segue trajetória de acordo com a PPC<sup>47</sup> (Gráfico 2.2.1). As médias consideradas nos últimos trimestres de 2022, 2023 e 2024 são de USD/BRL 4,93, USD/BRL 4,99 e USD/BRL 5,04, respectivamente.

No caso da taxa Selic, a mediana das expectativas extraídas da pesquisa Focus de 10.6.2022 foi de aumento de 12,75% a.a. para 13,25% na reunião de junho, passando para 13,38% nas reuniões de setembro e outubro<sup>48</sup> e retornando a 13,25% em dezembro de 2022, apresentando novas quedas a partir da terceira reunião de 2023 (Gráfico 2.2.2). Nessa trajetória, a taxa Selic chega ao final de 2023, 2024 e 2025 em 10,00%, 7,50% e 7,50%, respectivamente.<sup>49</sup> Na comparação com a pesquisa utilizada no Relatório anterior, realizada em 11.3.2022, em geral, a taxa Selic utilizada é mais alta no 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, atinge um pico no segundo trimestre de 2022 e depois apresenta movimento oscilatório.<sup>50</sup> A taxa de juros real neutra utilizada nas projeções é de 4,0% a.a. no horizonte considerado, superior à utilizada no Relatório anterior, de 3,5%.<sup>51</sup> Os cenários também incorporam o fenômeno *La Niña* nas projeções. Em termos de bandeira tarifária

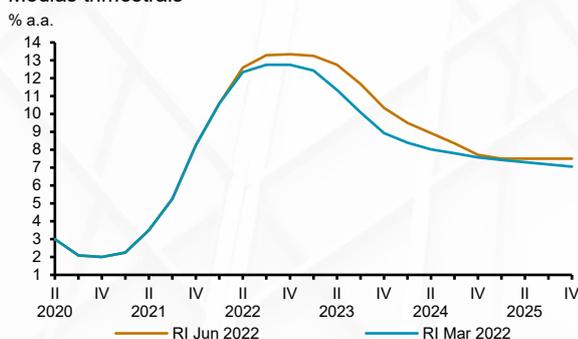
**Gráfico 2.2.1 – Taxa de câmbio utilizada nas projeções – Trajetória PPC**

Médias trimestrais



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

Médias trimestrais



46/ 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.

47/ 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.

48/ O valor da mediana resulta da combinação de 13,25% e 13,50%.

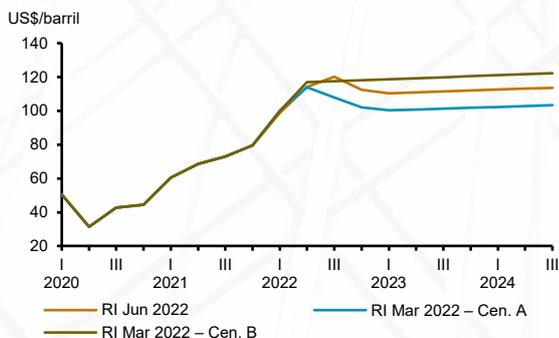
49/ Como descrito no box "Revisão do modelo agregado de pequeno porte", do Relatório de Inflação de dezembro de 2021, na curva IS, a taxa Selic utilizada refere-se à trajetória um ano à frente. Portanto, a taxa de juros utilizada ao longo de 2024 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2025. 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.

50/ A trajetória considerada não incorpora os efeitos de diversas medidas em tramitação envolvendo a tributação de combustíveis, energia elétrica e telecomunicações.

51/ 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.

**Gráfico 2.2.3 – Preço do petróleo Brent**

Médias trimestrais



Fontes: Bloomberg e BCB

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.

Com relação ao preço do petróleo considerado nas projeções, parte-se de valor em torno da média dos preços vigentes na semana anterior à reunião do Copom. No caso do cenário de referência, utiliza-se a hipótese de que o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado pelos próximos seis meses, terminando o ano em US\$110/barril, e passa a aumentar 2% ao ano a partir de janeiro de 2023 (Gráfico 2.2.3). Entre os diferentes cenários alternativos analisados, também se considerou cenário em que o preço do petróleo cresce a 2% ao ano desde o início do horizonte das projeções. Ressalta-se que o cenário de referência não incorpora os efeitos de diversas medidas em tramitação envolvendo a tributação de combustíveis, energia elétrica e telecomunicações.

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>52</sup>

Em 2022, em virtude das condições pluviométricas favoráveis, a energia elétrica passou a ser um fator desinflacionário. Por outro lado, os preços de *commodities* voltaram a subir, principalmente em

52/ 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 boxe “Decomposição da Inflação de 2021”, do Relatório de Inflação de março de 2022.

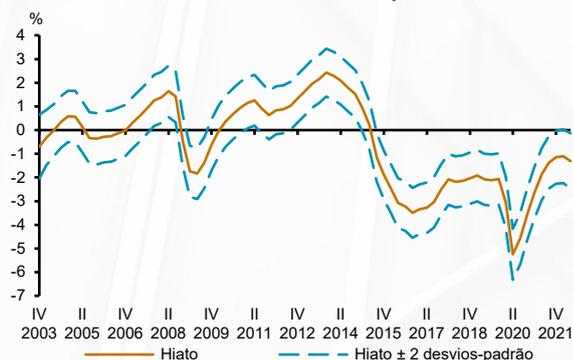
função da guerra na Ucrânia, com destaque especial para os preços do petróleo. Na comparação com o Relatório anterior, houve crescimento adicional do preço do petróleo e das *commodities* agrícolas e redução das metálicas, mas com resultado líquido de pequena elevação do IC-Br medido em dólar. No sentido contrário, a moeda nacional apreciou, levando a pequena redução do IC-Br medido em reais. Por outro lado, os gargalos nas cadeias produtivas globais ainda têm pressionado os índices de inflação, externa e internamente, e foram agravados com a guerra na 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>53</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>54</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 desacelerou sua trajetória de fechamento que vem desde o vale alcançado no segundo trimestre de 2020 e estima-se que passe a abrir a partir do segundo trimestre de 2022 (Gráfico 2.2.4). O hiato do produto é estimado em -1,1% e -1,3% para o primeiro e segundo trimestres de 2022, respectivamente<sup>55</sup>. Esses valores indicam um hiato mais fechado do que o considerado no Relatório anterior (-1,8% e -2,0%, respectivamente), refletindo principalmente um comportamento melhor do que o esperado para o PIB, taxa de desocupação e estoque de empregos formais do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged).

O PIB cresceu 1,0% no primeiro trimestre de 2022, na comparação com o trimestre anterior, ajustado

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



Obs.: Dados do gráfico: 2003T4–2022T2.

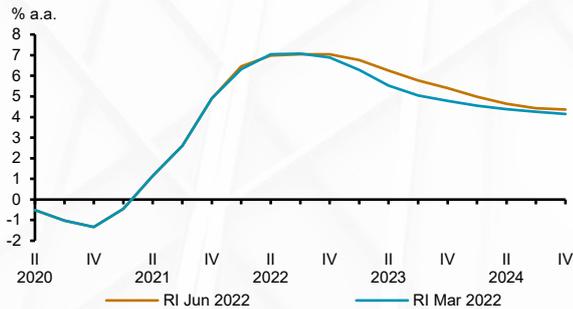
53/ Ver o boxe “Revisão do modelo agregado de pequeno porte”, do Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

54/ Utilizam-se séries ajustadas sazonalmente.

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

sazonalmente, superior ao crescimento de 0,7% do trimestre anterior. 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 e alcançou níveis inferiores 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 -1,8% no último trimestre, retomando, a partir do terceiro trimestre de 2023, trajetória de redução de sua abertura, chegando em -1,7% no último trimestre desse ano. O principal fator para esse comportamento é o movimento verificado da taxa Selic (elevação total de 10,75 p.p. ocorrida desde a reunião de março de 2021 até a de maio de 2022) e sua trajetória futura extraída da pesquisa Focus.

**Gráfico 2.2.5 – Selic real acum. quatro trimestres à frente**  
Médias trimestrais



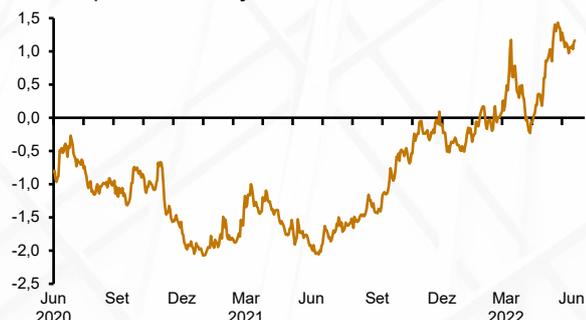
Obs.: Selic real calculada com base na taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas variáveis extraídas da pesquisa Focus.

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, na comparação com o Relatório anterior, tem valores semelhantes no segundo e terceiro trimestres de 2022 e superiores nos trimestres seguintes (Gráfico 2.2.5). Os valores semelhantes ou mais elevados refletem, respectivamente, o crescimento semelhante ou mais acentuado da trajetória da Selic nominal (Gráfico 2.2.2) em comparação com o aumento das expectativas de inflação na medida considerada. Nessa métrica, depois de ter atingido vale de -1,3% a.a. no último trimestre de 2020, a taxa de juros real entra em trajetória rapidamente ascendente, alcançando pico de 7,0% no segundo trimestre de 2022 e permanecendo nesse valor até o último trimestre do ano. Depois entra em queda, atingindo 5,4% ao fim de 2023 e 4,4% no final de 2024, acima ainda da taxa real neutra considerada, de 4,0%. Quando se observa o desvio da taxa real de juros em relação à taxa de juros neutra considerada, como houve aumento desta última na comparação com o Relatório anterior, esse desvio é mais baixo em todo o horizonte considerado, à exceção dos três últimos trimestres de 2023, quando o aumento da taxa real é superior à elevação da taxa neutra.

Os níveis de incerteza na economia têm peso negativamente sobre o hiato do produto. Considerando o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), produzido pela FGV, a incerteza teve

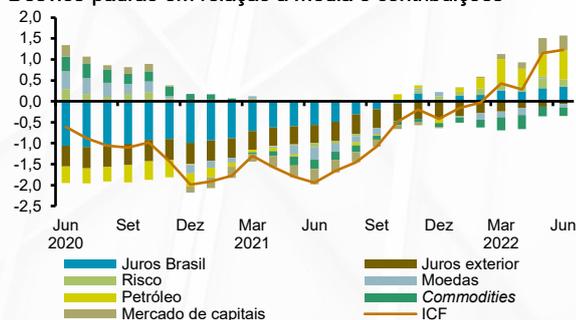
um aumento significativo em março em função da guerra na Ucrânia, caindo depois em abril e subindo levemente em maio. A inflação elevada no Brasil e no mundo, a desaceleração da economia chinesa e questões associadas ao fim dos estímulos monetários nos países avançados surgem como elementos de incerteza. 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.

**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: 3.6.2020–10.6.2022.

**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 jun/2022 refere-se à média até o dia 10.

As condições financeiras continuaram a ficar mais restritivas, como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BCB (Gráficos 2.2.6 e 2.2.7).<sup>56</sup> Na comparação dos valores médios de junho até o dia 10 com os de março, os principais fatores para as condições financeiras mais restritivas foram a queda nas bolsas de valores no mundo e no Brasil, a redução nos preços de *commodities* metálicas, o crescimento das taxas de juros futuras no Brasil, nos EUA e em outros países avançados, a elevação do preço do petróleo, a valorização do dólar a nível internacional e o crescimento do risco país. No sentido contrário, mas em menor grau, atuaram a apreciação do real, a elevação dos preços de *commodities* agrícolas e a redução do *Chicago Board Options Exchange Volatility Index* (VIX). 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 6,45% para 8,50% para 2022, de 3,70% para 4,70% para 2023 e de 3,15% para 3,25% para 2024.

56/ 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.

## Projeções de inflação

**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 março Cen. A	RI de junho	Diferença (p.p.)
2022	II		10,5	12,0	1,5
2022	III		8,4	10,3	1,9
2022	IV	3,50	6,3	8,8	2,5
2023	I		4,6	6,7	2,1
2023	II		4,0	5,6	1,6
2023	III		3,4	4,9	1,5
2023	IV	3,25	3,1	4,0	0,9
2024	I		2,8	3,6	0,8
2024	II		2,5	3,1	0,6
2024	III		2,4	2,8	0,4
2024	IV	3,00	2,3	2,7	0,4

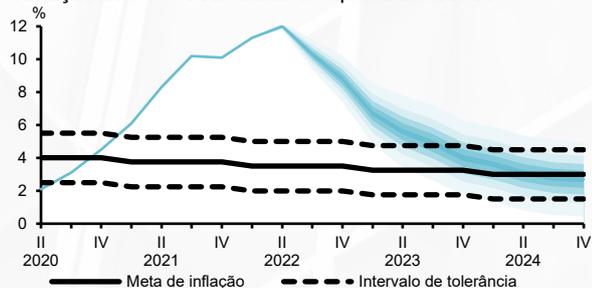
**Tabela 2.2.2 – Projeção de inflação e intervalos de probabilidade – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC**

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	11,9	11,9	12,0	12,0	12,0	12,1	12,1
2022	II	11,9	11,9	12,0	12,0	12,0	12,1	12,1
2022	III	9,9	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5	10,7
2022	IV	8,2	8,5	8,7	8,8	8,9	9,1	9,4
2023	I	6,0	6,3	6,6	6,7	6,8	7,1	7,5
2023	II	4,7	5,1	5,4	5,6	5,8	6,1	6,5
2023	III	4,0	4,4	4,7	4,9	5,1	5,4	5,8
2023	IV	3,1	3,5	3,8	4,0	4,2	4,5	4,9
2024	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2024	II	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0
2024	III	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7
2024	IV	1,8	2,2	2,5	2,7	2,9	3,2	3,6

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

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres



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

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

Na projeção do cenário de referência, que utiliza trajetória para o preço do petróleo seguindo aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses, taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres atinge pico de 12,0% no segundo trimestre de 2022, caindo para 8,8% 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 4,0% em 2023 e 2,7% 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).

O Copom considera diferentes cenários em suas análises. Em um exercício adicional em que a Selic é estável em 13,25% durante todo o período, as projeções de inflação para 2023 são inferiores em 0,3 p.p.

Dadas as incertezas envolvendo o preço do petróleo, ressalta-se cenário em que o preço do petróleo cresce a 2% ao ano desde o início do horizonte das projeções. Supondo ainda taxa Selic da pesquisa Focus e taxa de câmbio seguindo a PPC, a inflação acumulada em quatro trimestres nesse cenário atinge 9,2%, 4,3% e 2,7% em 2022, 2023 e 2024, respectivamente.

Em termos de probabilidades estimadas de a inflação ultrapassar os limites do intervalo de tolerância (Tabela 2.2.3), destaca-se, no cenário de referência, o aumento da probabilidade de a inflação ficar acima do limite superior em 2022, que passou de 88% no Relatório anterior (Cenário A) para próximo de 100%, e em 2023, que aumentou de cerca de 12% para em torno de 29%.

Na comparação com o Relatório de Inflação anterior, no cenário de referência, as projeções de inflação subiram em todo o horizonte considerado. Especificamente para 2022, destaca-se a inflação

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

Ano	Limite inferior	Probabilidade de ultrapassar o limite inferior	Limite superior	Probabilidade de ultrapassar o limite superior	%
2022	2,00	0	5,00	100	
2023	1,75	5	4,75	29	
2024	1,50	19	4,50	10	

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

observada 1,08 p.p. maior do que a prevista para o período de março a maio e a elevação das projeções de inflação de curto prazo (ver Seção 2.1), que se propaga no horizonte via inércia inflacionária.

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;
- elevação do preço do petróleo;
- propagação via inércia inflacionária das pressões correntes;
- crescimento das expectativas de inflação da pesquisa Focus;
- indicadores de atividade econômica mais fortes do que o esperado; e
- utilização de taxa de juros real neutra maior do que a no Relatório anterior.

Principais fatores de revisão para baixo:

- trajetória mais elevada da taxa Selic da pesquisa Focus; e
- apreciação cambial.

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em maio (246ª reunião), houve aumento de 1,5 p.p. para 2022 e de 0,6 p.p. para 2023 (ver Ata da 246ª reunião). Os fatores principais foram basicamente os mesmos apontados na comparação com as projeções do Relatório anterior.

**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	%
2022	8,8	9,5	7,0	
2023	4,0	3,2	6,3	
2024	2,7	2,4	3,3	

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, 2023 e 2024, quando comparadas com as do Cenário A do Relatório anterior. 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. Entre os preços administrados, destacam-se, como itens inflacionários para 2022, combustíveis, produtos farmacêuticos, plano de saúde, emplacamento e licença e taxa de água e esgoto; atua em sentido contrário energia elétrica em função do comportamento das bandeiras tarifárias e da incorporação de estimativa dos efeitos do Projeto de Lei nº 1.280/2022 (ver Seção 2.1).

As projeções do Copom envolvem uma série de riscos. O Copom, em sua 247ª reunião, ressaltou como riscos de alta (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e políticas fiscais que impliquem sustentação da demanda agregada, parcialmente incorporadas nas expectativas de inflação e nos preços de ativos; e como riscos de baixa (i) uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento nos preços das *commodities* internacionais em moeda local; e (ii) uma desaceleração da atividade econômica mais acentuada do que a projetada. Avaliou-se que as medidas tributárias em tramitação reduzem sensivelmente a inflação no ano corrente, embora elevem, em menor magnitude, a inflação no horizonte relevante de política monetária. O Comitê avalia que a conjuntura particularmente incerta e volátil requer serenidade na avaliação dos riscos.

Destaca-se ainda, como fator altista, o risco de maior persistência da pressão global de preços industriais, em contexto de *lockdowns* na China, de rearranjos das cadeias produtivas em decorrência da guerra na Ucrânia e de inflação disseminada globalmente.

Ressalta-se que a sincronia global no processo de retirada de estímulos introduz riscos adicionais aos mercados e pode potencializar seu impacto no cenário prospectivo. Por um lado, esse processo tende a exercer pressão sobre preços de ativos importantes, com impacto inflacionário para prazos mais curtos. Por outro lado, essa reversão de estímulos monetários nos países avançados e a desaceleração econômica na China podem levar a uma desaceleração global mais acentuada, potencialmente reduzindo a pressão sobre preços de *commodities* e de bens industriais.

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

O ambiente externo seguiu se deteriorando, marcado por revisões negativas para o crescimento global prospectivo em um ambiente de fortes e persistentes

pressões inflacionárias. O aperto das condições financeiras motivado pela reprecificação da política monetária nos países avançados, assim como pelo aumento da aversão a risco, eleva a incerteza e gera volatilidade adicional, particularmente nos países emergentes.

Em relação à atividade econômica brasileira, o conjunto dos indicadores divulgado desde a última reunião do Copom indica um crescimento acima do que era esperado pelo Comitê.

A inflação ao consumidor seguiu surpreendendo negativamente, tanto em componentes mais voláteis como em 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, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 8,5%, 4,7% e 3,25%, respectivamente.

Em sua reunião mais recente (247ª reunião), o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 13,25% 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 estratégia de convergência da inflação para o redor da meta ao longo do horizonte relevante, que inclui o ano-calendário 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, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e políticas fiscais que impliquem sustentação da demanda agregada, parcialmente incorporadas nas expectativas de inflação e nos preços de ativos. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento nos preços das *commodities* internacionais em moeda local; e (ii) uma desaceleração da atividade econômica

mais acentuada do que a projetada. Avaliou-se que as medidas tributárias em tramitação reduzem sensivelmente a inflação no ano corrente, embora elevem, em menor magnitude, a inflação no horizonte relevante de política monetária. O Comitê avalia que a conjuntura particularmente incerta e volátil requer serenidade na avaliação dos 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. 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 um novo ajuste, de igual ou menor magnitude. O Comitê nota que a crescente incerteza da atual conjuntura, aliada ao estágio avançado do ciclo de ajuste e seus impactos ainda por serem observados, demanda cautela adicional em sua atuação. 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.



# 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

**Diogo Abry Guillen**  
Diretor de Política Econômica

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

**Otávio Ribeiro Damaso**  
Diretor de Regulação

**Paulo Sérgio Neves de Souza**  
Diretor de Fiscalização

**Renato Dias de Brito Gomes**  
Diretor de Organização do Sistema Financeiro e de Resolução

# Membros do Comitê de Política Monetária

---

## Membros do Copom

Presidente

**Roberto Oliveira Campos Neto**

Diretor

**Bruno Serra Fernandes**

Diretora

**Carolina de Assis Barros**

Diretor

**Diogo Abry Guillen**

Diretora

**Fernanda Magalhães Rumenos Guardado**

Diretor

**Maurício Costa de Moura**

Diretor

**Otávio Ribeiro Damaso**

Diretor

**Paulo Sérgio Neves de Souza**

Diretor

**Renato Dias de Brito Gomes**

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>ABCR</b>	Associação Brasileira de Concessionárias de Rodovias
<b>Anfavea</b>	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
<b>ANS</b>	Agência Nacional de Saúde Suplementar
<b>BCB</b>	Banco Central do Brasil
<b>BCE</b>	Banco Central Europeu
<b>BNDES</b>	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
<b>BPC</b>	Benefícios de Prestação Continuada
<b>Caged</b>	Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>CCT</b>	Convenções Coletivas de Trabalho
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>Cofins</b>	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
<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>Empapel</b>	Associação Brasileira de Embalagens em Papel
<b>EUA</b>	Estados Unidos da América
<b>FBCF</b>	Formação bruta de capital fixo
<b>Fenabrave</b>	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
<b>FGI</b>	Fundo Garantidor de Investimentos
<b>FGO</b>	Fundo de Garantia de Operações
<b>FGTS</b>	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
<b>FGV</b>	Fundação Getúlio Vargas
<b>FOMC</b>	Comitê Federal de Mercado Aberto
<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>Ibre</b>	Instituto Brasileiro de Economia
<b>IC-Br</b>	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
<b>ICF</b>	Indicador de Condições Financeiras
<b>ICMS</b>	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
<b>IFPRI</b>	<i>International Food Policy Research Institute</i>
<b>IIE-Br</b>	Indicador de Incerteza da Economia
<b>INSS</b>	Instituto Nacional do Seguro Social
<b>IPA</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo

<b>IPA-DI</b>	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Disponibilidade Interna
<b>IPCA</b>	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
<b>IS</b>	<i>Investment-saving</i>
<b>LSPA</b>	Levantamento Sistemático da Produção Agrícola
<b>MBS</b>	Ativos Lastreados em Hipotecas
<b>ME</b>	Ministério da Economia
<b>MM12M</b>	Média móvel de 12 meses
<b>MM3M</b>	Média móvel de 3 meses
<b>Novo Caged</b>	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
<b>Nuci</b>	Nível de utilização da capacidade instalada
<b>p.p.</b>	Pontos percentuais
<b>PCE</b>	Deflator dos gastos com consumo
<b>PEAC</b>	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PIS</b>	Programa de Integração Social
<b>PMC</b>	Pesquisa Mensal do Comércio
<b>PMS</b>	Pesquisa Mensal de Serviços
<b>PNAD Contínua</b>	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
<b>PPC</b>	Paridade do Poder de Compra
<b>Pronampe</b>	Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
<b>QPC</b>	Questionário Pré-Copom
<b>Repetro</b>	Regime Aduaneiro Especial de Exportação e Importação de Bens destinados às Atividades de Pesquisa e de Lavra das Jazidas de Petróleo e de Gás Natural
<b>RI</b>	Relatório de Inflação
<b>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>VIX</b>	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>