

ISSN 1517-6576

Relatório de Inflação

Volume 24 | Número 4 | Dezembro 2022

Relatório de Inflação

Volume 24 | Número 4 | Dezembro 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);
- **Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep)**
(E-mail: depep@bcb.gov.br);
- **Departamento de Assuntos Internacionais (Derin)**
(E-mail: derin@bcb.gov.br);
- **Departamento de Estatísticas (DSTAT)**
(E-mail: dstat@bcb.gov.br).

É permitida a reprodução das matérias, desde que mencionada a fonte: Relatório de Inflação, volume 24, nº 4.

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 (BC) tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental, o BC também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego. O cumprimento do objetivo de assegurar a estabilidade de preços se dá por meio do regime de metas para a inflação, as quais são estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

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 BC 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 BC entende que uma comunicação clara e transparente é fundamental para que a política monetária atinja seus objetivos de maneira eficiente. Assim, regularmente o BC 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

Princípios de Condução da Política Monetária no Brasil	3
Sumário executivo	7
Conjuntura econômica	11
1.1 Cenário externo _____	11
1.2 Conjuntura interna _____	17
Atividade econômica _____	17
Mercado de trabalho _____	20
Crédito _____	22
Fiscal _____	24
Contas externas _____	26
Preços _____	28
Perspectivas para a inflação	49
2.1 Revisões e projeções de curto prazo _____	50
2.2 Projeções condicionais _____	51
Condicionantes _____	51
Determinantes da inflação _____	53
Projeções de inflação _____	56
2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos _____	58
Boxes	
Projeções para a evolução do PIB em 2022 e 2023 _____	33
Projeção para a evolução do crédito em 2022 e 2023 _____	36
Projeções para as contas externas de 2022 e 2023 _____	38
Análise da inflação de serviços sob as óticas da ociosidade e da inércia _____	40
Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em fatores domésticos e externos _____	61
Prêmio de risco nas taxas de juros nominais brasileiras _____	64
Apêndice	69

Sumário executivo

O ambiente externo mantém-se adverso e volátil, marcado pela perspectiva de crescimento global abaixo do potencial no próximo ano. O aperto das condições financeiras nas principais economias, as dificuldades no fornecimento de energia para a Europa e o cenário desafiador para o crescimento na China, em parte devido à política de combate à Covid-19, reforçam uma perspectiva de desaceleração do crescimento global nos próximos trimestres.

O ambiente inflacionário ainda segue desafiador. Observa-se uma normalização nas cadeias de suprimento e uma acomodação nos preços das principais *commodities* no período recente, o que deve levar a uma moderação nas pressões inflacionárias globais ligadas a bens. Por outro lado, o baixo grau de ociosidade do mercado de trabalho em algumas economias, aliado a uma inflação corrente elevada e com alto grau de difusão, sugere que pressões inflacionárias no setor de serviços devem demorar a se dissipar.

O processo de normalização da política monetária nos países avançados prossegue na direção de taxas restritivas de forma sincronizada entre países, apertando as condições financeiras, impactando as expectativas de crescimento econômico e elevando o risco de movimentos abruptos de reprecificação nos mercados. Nota-se também maior sensibilidade dos ativos financeiros aos fundamentos fiscais, inclusive em países avançados, e uma menor liquidez em diversos mercados. Esse ambiente requer maior cautela na condução das políticas econômicas também por parte de países emergentes.

Em relação à atividade econômica brasileira, a divulgação do Produto Interno Bruto (PIB) apontou ritmo de crescimento mais moderado no terceiro trimestre. O conjunto dos indicadores mais recentes corrobora o cenário de desaceleração esperado pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

A projeção de crescimento do PIB em 2022 passou de 2,7%, no Relatório de Inflação anterior, para

2,9% neste Relatório. Essa alteração foi bastante influenciada pela revisão da série histórica do PIB, que resultou em elevação do resultado interanual do primeiro semestre do ano. A projeção de crescimento de 1% em 2023 foi mantida, refletindo cenário prospectivo de desaceleração da atividade econômica. Incertezas domésticas e no exterior permanecem elevadas, de forma que as projeções de crescimento para o Brasil, especialmente para 2023, são mais incertas que o usual.

A inflação acumulada em doze meses, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), continuou recuando desde o último Relatório, na esteira dos efeitos das medidas tributárias e da recente queda dos preços das *commodities*. A inflação subjacente se mantém alta e em patamar incompatível com o cumprimento da meta de inflação, mas há sinais incipientes de arrefecimento na margem, inclusive no segmento de serviços.

No trimestre encerrado em novembro, o IPCA apresentou variação 0,17 p.p. acima do cenário de referência apresentado no Relatório de Inflação anterior. A surpresa foi muito influenciada por dois fatores: não se concretizou parte da redução esperada nas tarifas de energia elétrica residencial, decorrente de mudanças no Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), e houve alta substancial nos preços de alimentos *in natura*, associada às chuvas no período.

As expectativas de variação do IPCA para 2022, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus mantiveram-se relativamente estáveis e encontram-se em torno de 5,9%, 5,1% e 3,5%, respectivamente.

As projeções apresentadas utilizam o conjunto de informações disponíveis até a 251ª reunião do Copom, realizada em 6 e 7.12.2022. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 2.12.2022, a menos de indicação contrária.

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 5,25, evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC). O preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura pelos próximos seis meses e passa a aumentar 2% ao ano posteriormente. Nesse cenário, as projeções de inflação do Copom situam-se em 6,0% para

2022, 5,0% para 2023 e 3,0% para 2024. O Comitê optou novamente por dar ênfase ao horizonte de seis trimestres à frente, que reflete o horizonte relevante, suaviza os efeitos diretos decorrentes das mudanças tributárias, mas incorpora os seus impactos secundários. Nesse horizonte, referente ao segundo trimestre de 2024, a projeção de inflação acumulada em doze meses situa-se em 3,3%. O Comitê julga que a incerteza em torno das suas premissas e projeções atualmente é maior do que o usual.

Em sua reunião mais recente (251ª reunião), considerando os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu manter a taxa básica de juros em 13,75% 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 os anos de 2023 e de 2024. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

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

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.

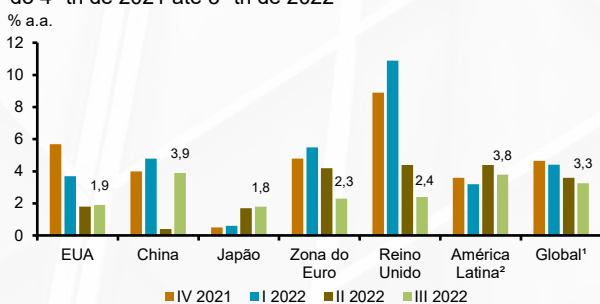
A análise da conjuntura doméstica abrange os principais condicionantes da atividade econômica, considerada tanto pela evolução das contas nacionais como pela trajetória de indicadores setoriais de maior frequência e tempestividade. Avaliam-se também os aspectos centrais associados aos movimentos no mercado 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 continua enfrentando cenário adverso. A política de Covid zero na China, as consequências econômicas e geopolíticas da guerra na Ucrânia, o aperto generalizado da política monetária em ambiente de inflação ainda pressionada, e a persistência, embora em menor grau, de disrupções nas cadeias produtivas mundiais têm ensejado revisões relevantes nas projeções de atividade e inflação globais, e devem continuar sendo fatores de incerteza e risco importantes no cenário internacional prospectivo.

Adiciona-se a estes fatores uma maior sensibilidade dos mercados financeiros aos fundamentos e perspectivas fiscais, inclusive em países avançados. Este desenvolvimento pode ser exemplificado pelos

Gráfico 1.1.1 – Crescimento do PIB
do 4º tri de 2021 até 3º tri de 2022

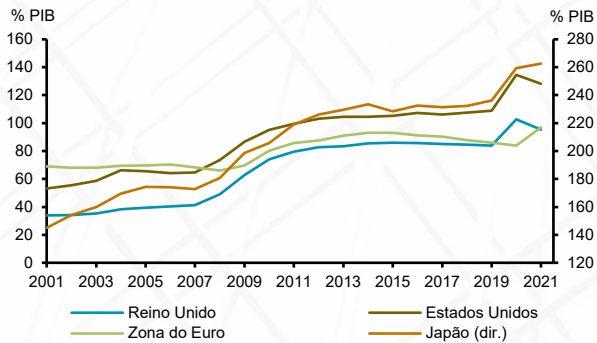


Fonte: Bloomberg

1/ calculado conforme descrito no Boxe "Modelo de projeções e análise macroeconômica da economia global" do RI de set/22.

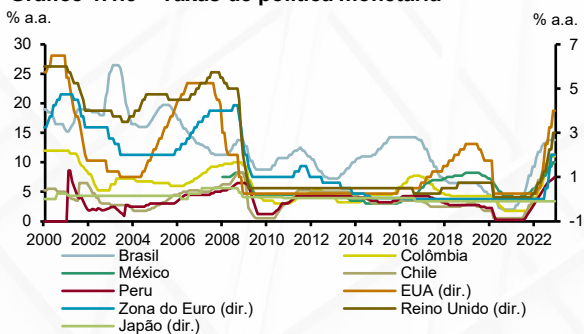
2/ Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

Gráfico 1.1.2 – Dívida bruta – Economias avançadas¹



Fonte: FMI WEO outubro
1/ Até 2021.

Gráfico 1.1.3 – Taxas de política monetária¹



Fonte: Bloomberg
1/ Até 6 de dezembro.

acontecimentos ao longo de outubro no Reino Unido, onde um pacote de corte de impostos e aumento de gastos proposto levou à forte volatilidade nos ativos soberanos, com impactos inclusive no balanço de fundos de pensão. O ambiente de endividamento soberano em patamares historicamente elevados, como resultado dos esforços fiscais durante a pandemia, transcorre em período de taxas de juros substancialmente acima do observado nas últimas décadas. Diante de taxas de inflação pressionadas e disseminadas, há o risco de uma maior persistência no processo inflacionário global, o que deve exigir um esforço mais prolongado das políticas monetárias contracionistas. Esta sensibilidade requer maior cuidado por parte de países emergentes.

Os Estados Unidos da América (EUA) cresceram 2,9% T/T anualizados no terceiro trimestre, após dois trimestres consecutivos de contração. Os gastos agregados de consumo cresceram em linha com a tendência pré-pandemia, apesar de permanecer o desbalanceamento entre bens e serviços. Por sua vez, os gastos de investimentos seguiram em um ritmo mais fraco, refletindo a desaceleração do setor de construção residencial diante do aumento de custos e taxas de juros, e a piora das perspectivas de crescimento da economia. Entretanto, o conjunto de dados de alta frequência tem apontado para desaceleração continuada no ritmo de crescimento da economia americana. A expectativa de continuidade do processo de aperto monetário, junto com a sinalização de taxas terminais mais altas e duradouras, tem contribuído para a sustentação das taxas de juros mais longas em níveis elevados, apertando as condições financeiras. Não obstante, o mercado de trabalho segue aquecido, com a taxa de desemprego atingindo 3,7% em novembro, historicamente baixa e próxima dos níveis pré-pandemia. Um dos principais fatores explicando esse desempenho é a taxa de participação na força de trabalho, que permanece abaixo do nível anterior à pandemia, refletindo principalmente a aceleração do ritmo de aposentadorias durante a crise de Covid-19 e maior reticência da população em retornar ao mercado de trabalho. Em meio a um contexto em que o consumo mantém sustentação e a força de trabalho se encontra abaixo de sua tendência, permanecem as dificuldades de preenchimento das vagas de emprego, o que resulta em pressões sobre salários. A forte e sequencial redução da produtividade do trabalho tem implicado em aumento do custo unitário do trabalho, possivelmente introduzindo pressão continuada sobre a inflação ao consumidor. Dúvidas sobre o quanto o crescimento reduzido da

produtividade é estrutural ou conjuntural se tornam um fator adicional de incerteza para os próximos trimestres na economia americana.

A inflação americana segue em níveis historicamente elevados, ainda próxima de patamares não vistos desde o início da década de 1980, refletindo a sustentação da demanda, a elevação de preços de *commodities* energéticas e agrícolas desde o início do ano, um mercado de trabalho ainda aquecido, além do próprio componente inercial da inflação, que se torna mais saliente em contextos de inflação elevada. Em outubro, a taxa de inflação atingiu 6,0%¹, valor bem acima da meta de 2%. As perspectivas são de desaceleração ao longo dos próximos dois anos, refletindo o efeito acumulado das ações de política monetária, em conjunto com a desaceleração da atividade econômica e a normalização das cadeias globais de suprimentos.

Como resposta ao contexto de inflação elevada, o *Federal Reserve* (Fed) segue elevando as taxas de juros. Até novembro, o Fed havia elevado os *Fed Funds* em 375 *bps* em 2022, para o intervalo entre 3,75%-4,0% a.a., e novos aumentos da taxa de juros são esperados para as próximas reuniões, embora em ritmo mais moderado. Além disso, o Fed segue com o processo de redução do estoque de títulos públicos e de *mortgage-backed securities* (MBS) nos seus ativos, programada para até US\$95 bilhões ao mês a partir de setembro.

Na Europa, região mais diretamente afetada pelo conflito na Ucrânia, a confiança dos empresários, das famílias e dos participantes do mercado continua em declínio, levando a contínuas revisões baixistas para as perspectivas de crescimento em 2023. A crise energética na região, derivada principalmente do conflito entre a Ucrânia e a Rússia, tem levado algumas indústrias a limitarem os níveis de produção, não obstante os esforços dos governos em estimular investimentos em fontes renováveis e promover maior eficiência no uso de energia. Na tentativa de conter a pressão dos preços da energia, amenizar a perda de poder de compra das famílias e atenuar a pressão de custos nas empresas, os governos têm anunciado medidas de caráter fiscal, como subsídios e transferências, e até discutido a possibilidade de fixar preços máximos para o gás natural. Apesar dessas iniciativas, a inflação ao consumidor harmonizada (HICP) atingiu 10% em novembro de 2022, ainda

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.

refletindo em grande parte a pressão dos preços dos produtos energéticos e alimentos. O cenário de crescimento potencialmente negativo em ambiente de inflação pressionada traz diversos desafios de política para a região.

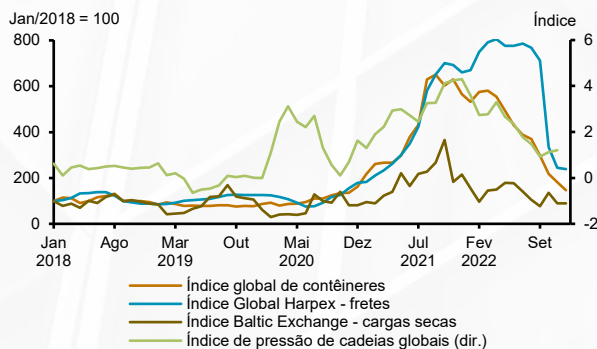
Em resposta à acentuada piora do quadro inflacionário de curto prazo na área do euro, o Banco Central Europeu (BCE) realizou a terceira alta de juros deste ciclo, acumulando um ajuste de 200 *bps* e trazendo a taxa para 1,5% a.a. A expectativa é que em dezembro o BCE continue avançando no processo de ajuste da política monetária.

Na China, a política de tolerância zero à Covid continuou a exercer pressão negativa sobre o consumo e o investimento privado ao longo do segundo semestre. Os dados de atividade de outubro revelaram ampla desaceleração tanto nos indicadores de oferta quanto nos de demanda, e as projeções de crescimento para a economia chinesa têm sido revisadas para baixo principalmente para 2022, mas também em menor medida para 2023.

As autoridades intensificaram sua resposta à crise do setor imobiliário. Neste esforço, o *China Banking and Insurance Regulatory Commission* (CBIRC) e o *People's Bank of China* (PBOC) apresentaram, em novembro, um conjunto de 16 diretrizes com vistas a conter a crise de liquidez enfrentada pelas incorporadoras, inclusive por meio de uma flexibilização temporária da restrição a novos empréstimos ao setor. O Banco Central chinês por sua vez, diante de um quadro inflacionário relativamente benigno e demanda deprimida devido às medidas de contenção ao coronavírus, anunciou o segundo corte de 0,25 p.p., nos requerimentos compulsórios dos bancos em 2022, efetivo a partir de 5 de dezembro, mantendo a *Loan Prime Rate* (LPR) de 1 ano em 3,65% a.a. e a de 5 anos em 4,3% a.a. A última alteração na LPR foi em agosto, quando o PBOC reduziu a taxa de 1 ano em 5 p.b. e a de 5 anos em 15 p.b. O governo chinês anunciou recentemente diversas medidas de flexibilização à política de Covid Zero, o que deve se somar ao esforço de sustentação da atividade.

As cadeias globais de suprimentos têm apresentado melhora, mas ainda não se recuperaram completamente em relação ao período pré-pandemia, refletindo tanto os *lockdowns* em grandes cidades na China, que afetam a produção e o transporte de bens, como as consequências da guerra entre Rússia e Ucrânia sobre o fornecimento de matérias primas.

Gráfico 1.1.4 – Frete marítimo: 2018-2022¹



Fontes: Refinitiv, Federal Reserve (FED)

1/ Até dezembro de 2022.

Os preços das *commodities* continuam sendo fortemente influenciados pela dinâmica de crescimento global, e da economia chinesa em particular, assim como os desenvolvimentos relacionados à guerra na Ucrânia. Dentre as *commodities* energéticas, os preços de petróleo oscilaram significativamente desde o último relatório. Inicialmente avançaram com a pressão altista em função dos cortes de produção da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunciados no início de outubro, que foram posteriormente contrabalançados pela expectativa de redução da demanda resultante da expectativa de menor crescimento global, continuidade das vendas das reservas estratégicas americanas, e queda, até o momento, menor do que a esperada na produção russa. Ainda assim, os estoques do produto seguem em recuperação lenta, ainda em níveis abaixo dos cinco anos anteriores à pandemia, em razão do menor ritmo de crescimento na produção americana e do irregular restabelecimento da produção da OPEP. Mais recentemente, o petróleo experimentou forte queda ante a imposição de novas restrições à mobilidade relacionadas ao novo surto de Covid-19 na China. O mercado de gás natural, por sua vez, continuou experimentando declínio nos preços europeus, refletindo o nível de estoques acima do esperado em função do inverno mais ameno que o normal, medidas de economia de energia impostas pelos diversos países da região, e a consequente redução do consumo na Europa. Contribuiu também para a redução de preços a ampliação da oferta de gás liquefeito na região, que contrapôs grande parte da redução de oferta do gás russo. A redução da demanda chinesa por importações de gás natural, em linha com a desaceleração da economia, exerceu papel importante de decompressão dos preços da *commodity*. Perspectivas de retomada do crescimento chinês e consequente aperto no mercado global da *commodity* mantêm pressão sobre os preços futuros, especialmente na Europa.

O anúncio, em novembro, das medidas de estímulo na China para conter a desaceleração do setor imobiliário se sobrepôs às preocupações com o crescimento econômico global e levou a altas no preço das *commodities* metálicas. Por sua vez, as *commodities* agrícolas tiveram alívio com a continuidade do corredor de exportações de grãos no Mar Negro. Entretanto, medidas de restrição de oferta, baixos estoques, questões climáticas e a possibilidade de novas restrições advindas da guerra impediram um recuo mais acentuado dos preços.

Gráfico 1.1.5 – Preços de commodities¹

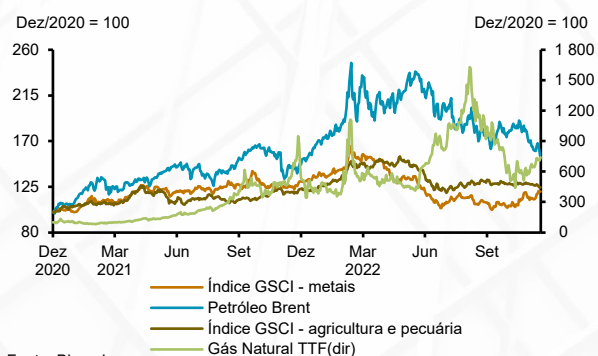


Gráfico 1.1.6 – IPC – Países avançados¹

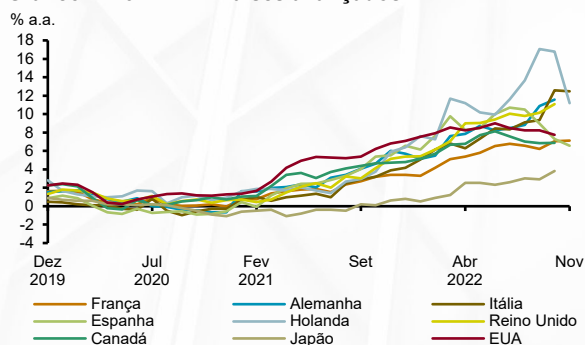


Gráfico 1.1.7 – IPC cheio, países emergentes¹

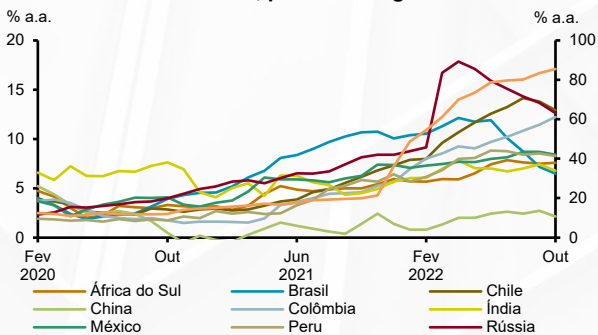
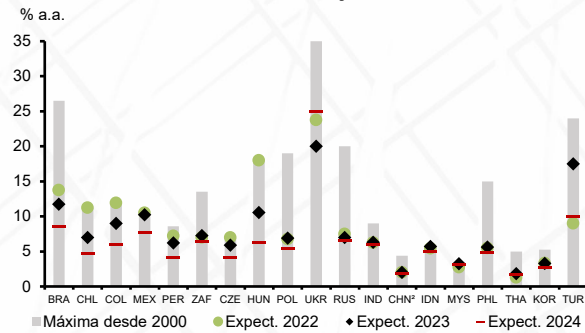


Gráfico 1.1.8 – Taxas básicas de juros¹

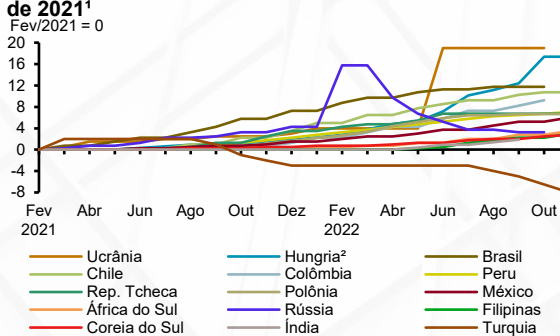


Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

1/ Até 6 de dezembro.

2/ CHN: taxa máxima desde maio de 2012.

Gráfico 1.1.9 – Variação de taxa de juros desde março de 2021¹

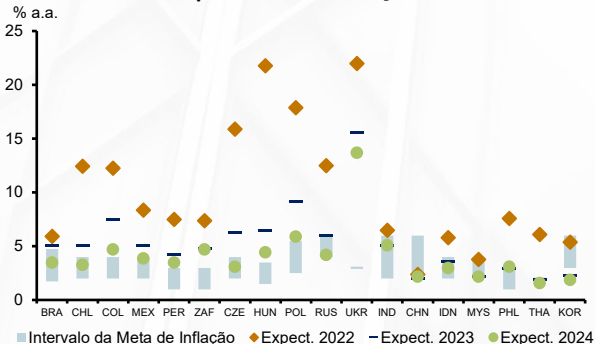


Fonte: Bloomberg

1/ Até 06 de dezembro.

2/ Hungria: taxa do depósito de 1 dia a partir de outubro.

Gráfico 1.1.10 – Expectativas de inflação¹



Fontes: Bloomberg e pesquisas de bancos centrais

1/ Até 06 de dezembro.

A moderação nos preços das *commodities* sugere diminuição da pressão inflacionária global nesses segmentos nos próximos trimestres. Entretanto, a persistência de gargalos nas cadeias produtivas e a disseminação das pressões inflacionárias para itens mais inerciais devem contribuir para que a inflação global siga elevada no curto e médio prazo. A persistência das pressões inflacionárias segue como um elemento de risco para o cenário prospectivo da política monetária dos países avançados e emergentes.

Dentre os países emergentes, vários bancos centrais prosseguiram com aumento das taxas básicas de juros, embora em um ritmo menos intenso de alta em alguns casos. A alta dos juros reflete a inflação persistentemente elevada e expectativas de inflação para 2023 acima do intervalo das metas de inflação em muitos países. Ainda assim, as taxas de inflação ao consumidor mostram sinais discretos de redução em alguns países, refletindo certa moderação nos preços de *commodities*, a desaceleração da demanda doméstica, no caso de alguns países, e a redução dos estímulos fiscais implementados em resposta à pandemia. As taxas de câmbio de diversas economias emergentes experimentaram valorização no período, ainda que de forma heterogênea entre os países, em linha com a recente depreciação do dólar americano ante sinais de que o Fed possa imprimir um ritmo mais ameno de aumento de juros nas próximas reuniões. Apesar disso, as condições financeiras globais apertadas têm mantido elevada a volatilidade nos mercados globais e exercido pressão nas taxas de câmbio. Os bancos centrais dos países do sudeste asiático, que até meados do ano vinham experimentando taxas de inflação próximas das metas e se encontram em estágios mais iniciais do ciclo de aperto monetário, prosseguiram aumentando suas taxas de juros.

Em síntese, desde o último Relatório de Inflação, as perspectivas de crescimento da economia global continuaram se deteriorando. No que diz respeito à inflação, nos últimos meses surgiram sinais tentativos de algum arrefecimento nas taxas de inflação ao consumidor em alguns países. Porém, os preços ainda elevados das *commodities*, os problemas nas cadeias de suprimentos, o realinhamento de preços relativos, o impacto do aperto nas condições financeiras globais sobre as taxas de câmbio, a normalização da atividade no setor de serviços, mercados de trabalho apertados e a demanda por bens ainda robusta sugerem que as taxas de inflação devem permanecer pressionadas por algum tempo. Este cenário, inclusive de deterioração

das expectativas de inflação em alguns países, tem levado os bancos centrais a continuarem vigilantes e atuantes, ensejando taxas de juros em patamares restritivos e ajustando as políticas acomodáticas não convencionais.

1.2 Conjuntura interna

Atividade econômica

O PIB cresceu 0,4% no terceiro trimestre de 2022 em relação ao segundo trimestre do ano, desacelerando em relação ao crescimento médio de 1,1% observado ao longo dos três trimestres anteriores. Com esse resultado, o PIB atingiu patamar 4,5% acima do observado no final de 2019, superando pela segunda vez consecutiva a máxima histórica atingida em 2014², mas ainda se mantém 0,6% abaixo da tendência pré-pandemia.³

A divulgação das Contas Nacionais Trimestrais (CNT) do terceiro trimestre foi acompanhada de revisões em dados divulgados anteriormente, como ocorre em todos os anos nesta ocasião. A revisão da série incorpora, em especial, a última estimativa anual das Contas Nacionais (neste caso, referente a 2020 e divulgada no início de novembro) e as versões mais atualizadas dos indicadores econômicos mensais e dos levantamentos de safra. A revisão de dados do passado e a incorporação do resultado do terceiro trimestre de 2022 fizeram com que as variações trimestrais da série do PIB ajustada sazonalmente passassem de 1,1% para 1,3% no primeiro trimestre e de 1,2% para 1,0% no segundo trimestre. Além disso, a variação anual foi revista de -3,9% para -3,3% em 2020 e de 4,6% para 5,0% em 2021.

O crescimento do PIB no terceiro trimestre refletiu, sob a ótica da oferta, recuo na agropecuária e altas na indústria e em serviços. A queda na agropecuária, resultado diferente do esperado, pode ter sido influenciada pela revisão da série histórica, que elevou o nível do valor adicionado do setor no primeiro semestre, e por recuos na produção de cana-de-açúcar e mandioca.

Tabela 1.2.1 – Produto Interno Bruto

Trimestre ante trimestre imediatamente anterior
Dados dessazonalizados

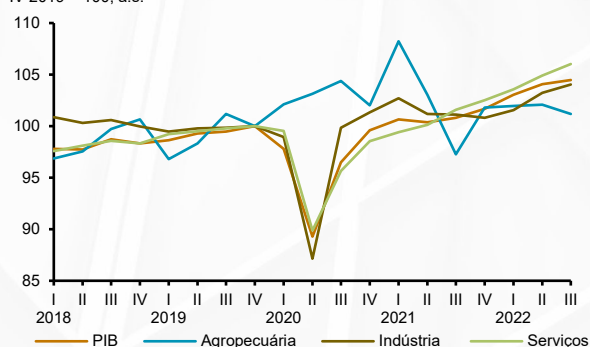
Discriminação	Variação %							
	2021				2022			
	I	II	III	IV	I	II	III	III ¹
PIB a preços de mercado	1,1	-0,3	0,4	0,9	1,3	1,0	0,4	4,5
Agropecuária	6,1	-4,8	-5,6	4,7	0,2	0,1	-0,9	1,2
Indústria	1,3	-1,5	-0,1	-0,3	0,8	1,7	0,8	4,1
Serviços	0,9	0,7	1,4	0,9	1,0	1,3	1,1	6,0
Consumo das famílias	0,4	-0,9	2,0	0,5	0,9	2,1	1,0	3,5
Consumo do governo	0,3	1,8	1,4	0,8	-0,3	-0,9	1,3	1,8
FBCF	7,5	-4,3	-0,8	1,1	-2,4	3,8	2,8	20,2
Exportação	3,8	10,3	-9,3	0,2	7,5	-2,8	3,6	8,0
Importação	10,4	-1,4	-6,2	0,5	-3,7	8,7	5,8	9,6
PIB a p.m. (divulgação anterior)	1,1	-0,3	0,1	0,8	1,1	1,2	-	-

Fonte: IBGE

1/ Em relação a IV 2019.

Gráfico 1.2.1 – Produto Interno Bruto – Oferta

IV 2019 = 100, a.s.

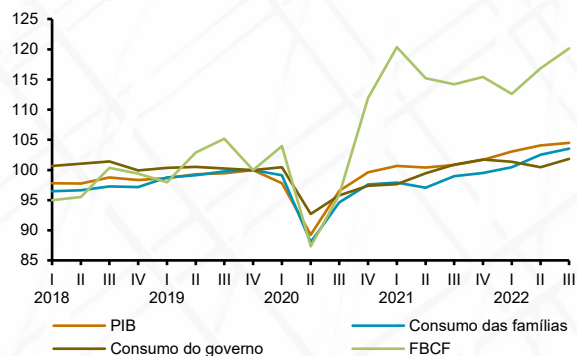


Fonte: IBGE

- 2/ Com a revisão dos dados das CNT ocorrida na divulgação do resultado do 3º trimestre, o PIB passou a superar a máxima histórica do 1º trimestre de 2014 a partir do 2º trimestre deste ano, o que não ocorria na divulgação anterior.
- 3/ 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.

Gráfico 1.2.2 – Produto Interno Bruto – Demanda

IV 2019 = 100, a.s.



Fonte: IBGE

No setor secundário, destacam-se as taxas de crescimento na distribuição de eletricidade, gás e água e na construção civil. Com o resultado do terceiro trimestre, a construção encontra-se 16,4% acima do observado no pré-pandemia. O valor adicionado da indústria de transformação ficou estável (variação de 0,1%), após exibir crescimento acima de 1,0% nos dois trimestres anteriores. Este desempenho no trimestre refletiu crescimento na produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis e recuo em bens intermediários e em bens de consumo semi e não duráveis, segundo dados da Pesquisa Industrial Mensal (PIM). O único segmento do setor secundário que recuou foi a indústria extrativa, que tem oscilado ao redor de uma tendência de estabilidade nos últimos três anos.

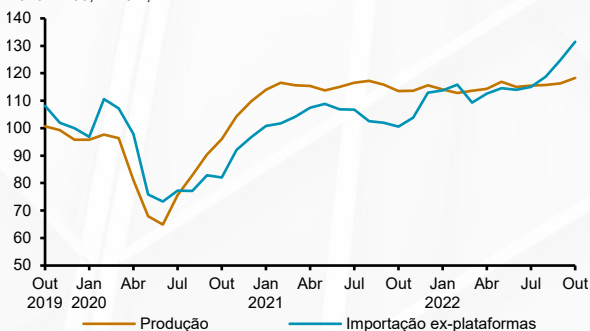
O setor de serviços voltou a crescer em ritmo robusto. As altas no setor foram disseminadas e de magnitudes elevadas, iguais ou superiores a 1,0%, exceto pela atividade de comércio, afetada pelo arrefecimento do varejo e da produção industrial. Após nove altas consecutivas, sendo a menor delas uma expansão de 0,7% no segundo trimestre de 2021, o setor de serviços situa-se 6,0% acima do patamar observado no quarto trimestre de 2019 e 0,8% acima da tendência pré-pandemia. Entre os componentes, os desvios em relação à tendência são positivos em serviços de transporte, serviços de informação e comunicação e em outros serviços e negativos ou próximos a zero nos demais.

Sob a ótica da demanda final, o consumo das famílias voltou a apresentar alta pronunciada, apesar das condições de crédito mais restritivas e do maior endividamento das famílias. A elevação do consumo foi beneficiada por alta na renda nacional disponível bruta das famílias (RNDBF) no trimestre, que, conforme estimativa do BC, avançou 0,6% no conceito amplo e 0,2% no restrito, influenciada por manutenção da trajetória de crescimento da massa de rendimentos do trabalho e pela elevação do Auxílio Brasil.⁴

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu novamente a uma taxa elevada no terceiro trimestre, acumulando alta de 6,7% ao longo dos últimos dois trimestres e atingindo patamar 20,2% acima do pré-pandemia. O avanço no terceiro trimestre repercutiu

Gráfico 1.2.3 – Bens de capital – Produção e importação

2019 = 100, MM3M, a.s.



Fontes: IBGE, ME e BC

4/ Para mais detalhes sobre a estimativa do Banco Central para a RNDBF, ver boxe [Estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias](#), publicado no RI de dezembro de 2021.

altas na produção e na importação de bens capital e na construção.⁵

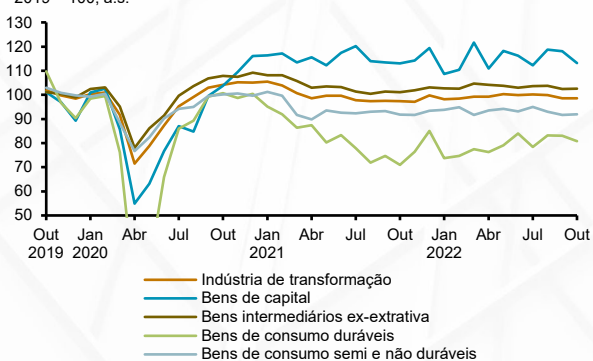
Entre os demais componentes da demanda, o consumo do governo avançou, recuperando a queda do trimestre anterior. Exportações e importações também cresceram no trimestre, com altas disseminadas em bens e em serviços.

Dados para outubro e novembro reforçam a percepção de arrefecimento da atividade econômica, movimento esperado, dado o ambiente de condições financeiras restritivas. A produção da indústria de transformação ficou estável em outubro – com quedas em bens de capital e em bens de consumo duráveis e altas em bens intermediários e bens de consumo semi e não duráveis –, deixando carregamento estatístico negativo para a produção industrial do último trimestre do ano. A produção de veículos (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores – Anfavea) voltou a crescer em novembro, após três recuos consecutivos. Apesar do resultado, encerrou o trimestre terminado em novembro com queda de 4,8% e carregamento estatístico de -4,1% para o quarto trimestre. Indicadores baseados em vendas com cartões de crédito e débito continuaram apontando, predominantemente, trajetórias de acomodação no período recente, a despeito de alguma oscilação nas variações mensais.⁶ Destaca-se que os resultados de novembro foram possivelmente afetados pela Copa do Mundo e por paralisações ocorridas após o segundo turno da eleição,⁷ exigindo maior cautela na interpretação dos resultados deste mês. Por fim, sondagens mostram forte deterioração na confiança de empresários e consumidores nesses dois meses.

Como detalhado em box deste Relatório, a projeção de crescimento do PIB em 2022 passou para 2,9%, ante alta prevista de 2,7% no RI anterior. A alteração na previsão foi bastante influenciada pela revisão da série histórica, que resultou em elevação das variações interanuais do primeiro semestre. A projeção de crescimento de 1,0% em 2023 foi mantida, refletindo

Gráfico 1.2.4 – Produção industrial

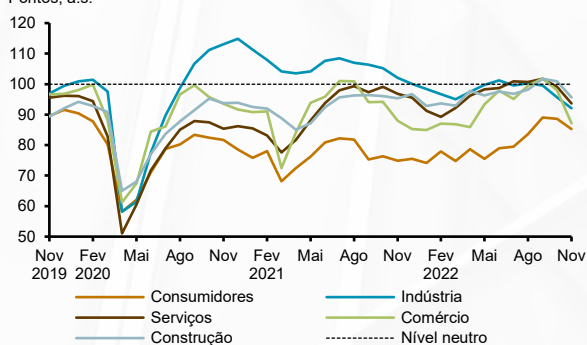
2019 = 100, a.s.



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.5 – Índices de confiança

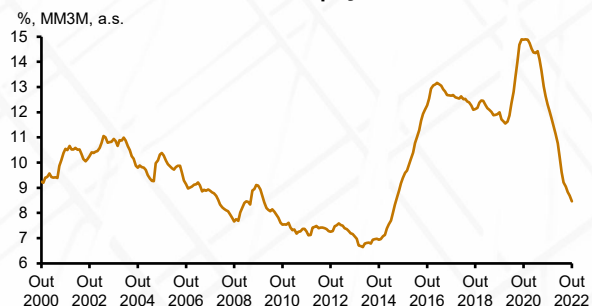
Pontos, a.s.



Fonte: Fundação Getúlio Vargas (FGV)

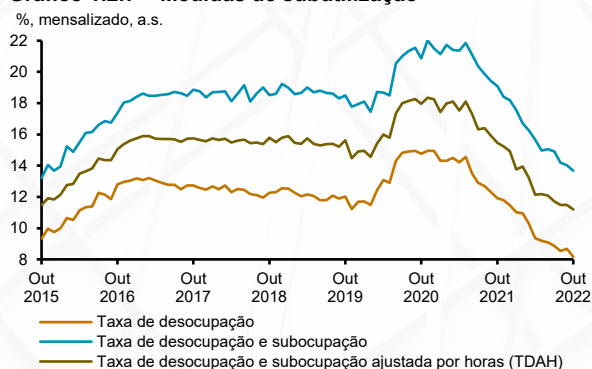
- Vale notar que variações no investimento em construção diferem das variações no Valor Adicionado Bruto (VAB) do setor. A formação bruta em produtos da construção de um determinado período está relacionada ao valor produzido neste setor, enquanto o VAB da atividade construção civil é igual à diferença entre o valor produzido pela atividade, considerando todos os produtos produzidos por ela, e o seu consumo intermediário. Contudo, historicamente o VAB do setor de construção civil tem se mostrado uma boa proxy para o investimento em construção. Em grande medida, isso decorre do fato de que a maior parte dos bens finais designados como construção é produzido pela atividade da construção civil.
- Os indicadores avaliados incluem o IDAT (Banco Itaú), o IGet (Santander/Getnet) e o ICVA (Cielo).
- Alguns resultados de outubro também podem ter sido afetados, porém em menor magnitude, pois os protestos começaram no último dia deste mês.

Gráfico 1.2.6 – Taxa de desocupação



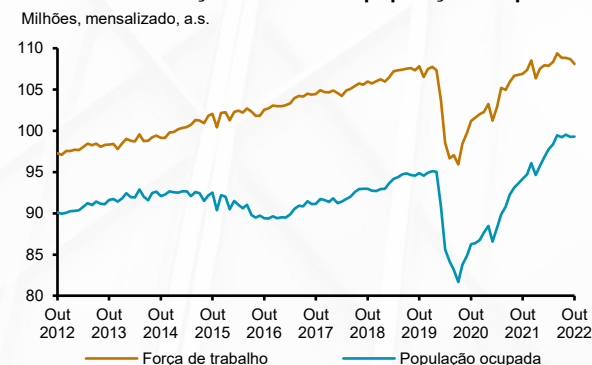
Versão atualizada da taxa de desocupação retropolada estimada de acordo com Alves, S. A. L. e Fasolo, A. M., Not Just Another Mixed Frequency Paper, Banco Central do Brasil (2015), Working Paper n. 400.
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.7 – Medidas de subutilização



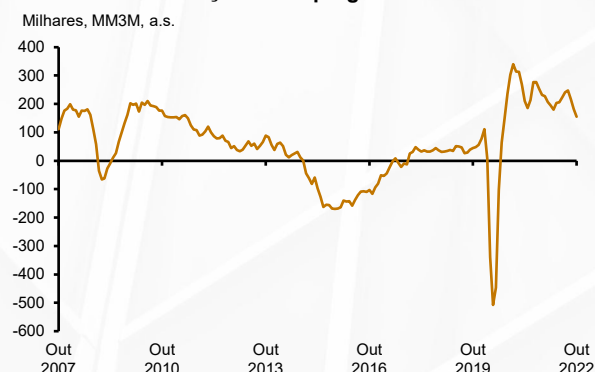
Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.8 – Força de trabalho e população ocupada



Fontes: IBGE e BC (mensalização)

Gráfico 1.2.9 – Geração de emprego formal



Fonte: MTP

cenário prospectivo de desaceleração da atividade econômica. Incertezas domésticas e no exterior permanecem elevadas, de forma que as projeções de crescimento para o Brasil, especialmente para 2023, são mais incertas que o usual. No âmbito doméstico, há elevada incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal. Também persistem incertezas sobre a magnitude dos estímulos fiscais em 2023 e sobre sua transmissão para a atividade econômica. No cenário externo, permanecem desafios para o desempenho da atividade econômica global, decorrentes de aperto da política monetária em diversos países centrais, da evolução da guerra na Ucrânia e, na China, da crise no setor imobiliário e da incerteza acerca da política de Covid Zero.

Mercado de trabalho

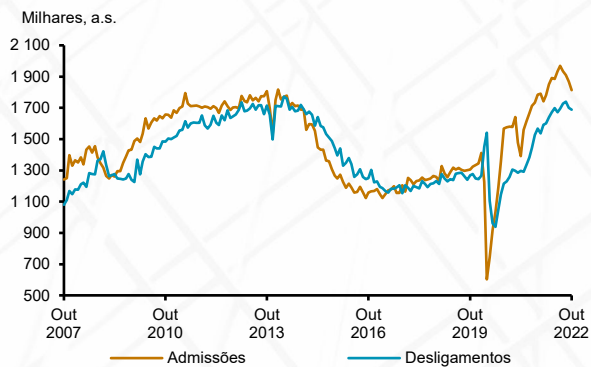
A geração de empregos continuou positiva no trimestre encerrado em outubro, mas em ritmo menor do que no primeiro semestre do ano e com alguns sinais de perda de dinamismo. Essa desaceleração é mais clara nos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), mas também pode ser observada nos indicadores do Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Novo Caged). O rendimento real do trabalho continuou em recuperação, favorecido principalmente pelo recuo da inflação no período.

De acordo com dados dessazonalizados da PNAD Contínua, a taxa de desocupação recuou no trimestre encerrado em outubro, tanto em sua medida tradicional quanto nas medidas mais amplas, que consideram a subutilização da força de trabalho.⁸ Em contraste com a tendência observada desde meados de 2021, o recuo da taxa de desocupação resultou de queda da força de trabalho e de crescimento mais moderado da população ocupada. A evolução mensal dos indicadores da PNAD Contínua também indica arrefecimento no mercado de trabalho.⁹ Embora a taxa de desocupação mensalizada tenha voltado a recuar em outubro, a população ocupada tem se mantido praticamente estável e a força de trabalho apresenta tendência declinante nos últimos meses.

8/ Sobre a TDAH, ver boxe [Indicadores de subutilização da força de trabalho ajustados por horas trabalhadas](#), publicado no RI de dezembro de 2019.

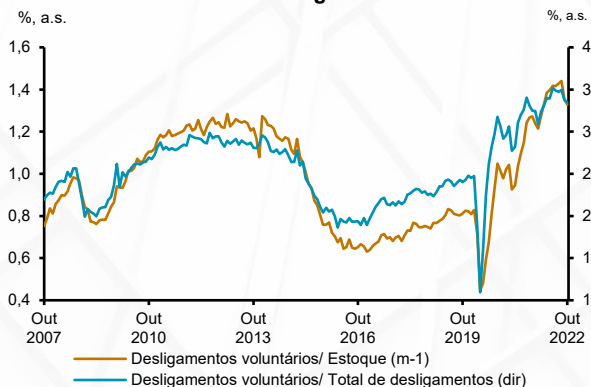
9/ Para detalhes da estimação das séries mensalizadas, ver o boxe [Estimativa para dados “mensalizados” da PNAD Contínua](#), publicado no Relatório de Inflação de junho de 2020.

Gráfico 1.2.10 – Admissões e desligamentos



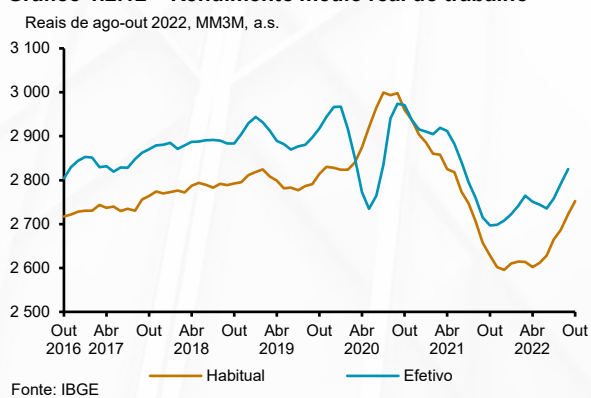
Fonte: MTP

Gráfico 1.2.11 – Taxas de desligamento voluntário



Fonte: MTP

Gráfico 1.2.12 – Rendimento médio real do trabalho



Fonte: IBGE

Dados do Novo Caged continuam mostrando geração robusta de postos de trabalho, mas em ritmo abaixo do observado no primeiro semestre. Essa desaceleração é observada de forma disseminada entre as atividades econômicas. Apesar do saldo líquido positivo de vagas, houve queda no número de admissões e desligamentos, o que sinaliza menor dinamismo no mercado de trabalho. No mesmo sentido, houve recuo nas taxas de desligamento a pedido, embora ainda continuem próximas aos seus máximos históricos.

O rendimento médio real do trabalho, medido pela PNAD Contínua, continuou em trajetória de recuperação no trimestre finalizado em outubro, resultado tanto do crescimento dos ganhos nominais quanto da redução da inflação no período. Apesar do avanço observado, o rendimento real permanece abaixo do nível pré-pandemia nos conceitos efetivo e habitual. No mercado privado formal de trabalho, dados das convenções coletivas de trabalho (CCT)¹⁰ continuaram apontando reajustes nominais elevados, mas insuficientes para recompor as perdas inflacionárias acumuladas desde o ano anterior.

A massa de rendimento do trabalho cresceu tanto na métrica efetiva quanto na habitual, influenciada principalmente pela melhora do rendimento médio. Com esse resultado, a massa de rendimento superou o patamar observado antes da pandemia. A RNDBF, indicador que incorpora outras fontes de renda além do trabalho, também avançou no trimestre encerrado em outubro.^{11,12} A alta da RNDBF foi influenciada pelo crescimento da massa do trabalho e pela parcela extra do Auxílio Brasil, que começou a ser paga em agosto.¹³ Saques extraordinários do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) no segundo trimestre do ano e, principalmente, a antecipação

10/ Refere-se à média simples dos reajustes nominais das convenções coletivas de trabalho de São Paulo e do Rio de Janeiro pelo critério de data de registro no Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho (Mediador) do Ministério do Trabalho e Previdência (MTP). As convenções consideradas são aquelas para as quais foi possível capturar adequadamente o percentual de reajuste acordado. Usualmente, há demora entre a negociação e o registro no sistema. Exercícios sugerem que, pela data de registro, os reajustes acordados apresentam correlação mais alta com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado em 12 meses medido cinco meses antes, deflator utilizado nessa análise. Se considerada a data de início de vigência, a maior correlação é com o INPC do mês anterior. O critério de data de início de vigência tem a desvantagem da baixa representatividade nos meses mais recentes. As duas métricas mostram resultados similares para as médias de 2021 e 2022 (até agosto).

11/ Para mais detalhes sobre a estimativa do Banco Central para a RNDBF, ver o boxe [Estimativa mensal da Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias](#), publicado no RI de dezembro de 2021.

12/ Em novembro, com a divulgação do Sistema de Contas Nacionais (SCN) de 2020 pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as estimativas mensais do Banco Central para a RNDBF foram atualizadas. O procedimento, já previsto pela metodologia do indicador mensal do Banco Central, reestima as séries de forma que seus totais anuais correspondam aos valores divulgados no SCN até o ano de 2020.

13/ Como indicado no RI anterior, há incerteza relevante no processo de ajuste sazonal da RNDBF. Utilizando o método de ajuste indireto, baseado na agregação dos componentes da RNDBF ajustados sazonalmente, a variação da renda no terceiro trimestre é negativa. Mesmo nesse caso, no entanto, a RNDBF mostra uma trajetória de alta significativa desde o início do ano.

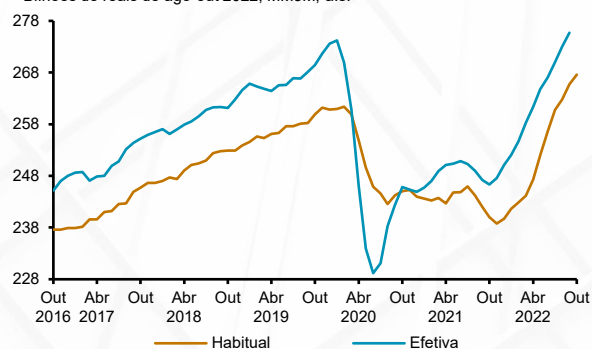
Gráfico 1.2.13 – Convenções coletivas de trabalho



Fontes: IBGE e MTP, elaboração BC

Gráfico 1.2.14 – Massa de rendimento real do trabalho

Bilhões de reais de ago-out 2022, MM3M, a.s.



Fonte: IBGE

Gráfico 1.2.15 – Renda nacional disponível bruta das famílias restrita

Bilhões de reais de ago-out 2022, MM3M, a.s.

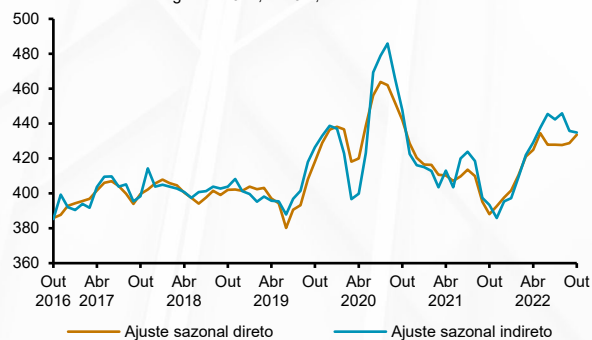
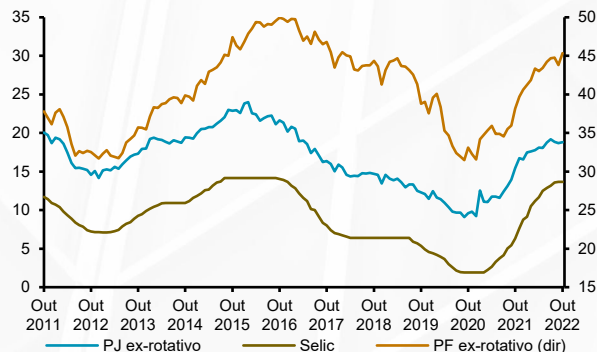


Gráfico 1.2.16 – Taxas de juros do crédito livre

% a.a.



do 13º salário de aposentados e pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), que inflam o período de comparação, atuaram em sentido contrário.

Crédito

Em linhas gerais, a evolução do mercado de crédito nos últimos meses seguiu o padrão descrito no último Relatório. A contratação de crédito livre manteve a tendência de alta em modalidades de alto custo pelas famílias e em modalidades de curto prazo pelas empresas. As concessões no segmento direcionado cresceram tanto para famílias como para empresas e as emissões de dívida corporativa no mercado de capitais continuaram em patamar acima do observado antes da pandemia. As taxas de juros seguiram em alta, embora em ritmo menor, e a piora da inadimplência permanece mais forte no crédito às famílias.

O aumento na taxa Selic implementado pelo Copom até agosto vem sendo repassado para as taxas de juros das operações de crédito de forma rápida, em linha com o esperado.¹⁴ Em particular, as taxas de juros do crédito livre ex-rotativo alcançaram níveis comparáveis aos observados durante o ciclo de ajuste monetário de 2015 (Gráfico 1.2.16).

As concessões do crédito livre a pessoas físicas continuaram em patamar elevado. O crescimento desse segmento nos últimos dois anos se deu principalmente pelo aumento nos gastos de cartão de crédito à vista. Excluindo-se essas operações, observa-se queda real em relação aos valores observados ao longo do ano passado (Gráfico 1.2.17). As concessões seguiram com composição desfavorável, piora que se estende desde o final de 2020. As contratações de custo mais elevado continuaram crescendo (Gráfico 1.2.18), com destaque para o financiamento de gastos com cartão de crédito – rotativo e parcelado. As concessões de baixo custo aumentaram pontualmente em outubro, impulsionadas pelo crédito consignado para beneficiários do Auxílio Brasil. Nesse contexto, o fluxo financeiro entre o Sistema Financeiro Nacional (SFN) e as famílias no segmento livre diminuiu nos últimos meses, puxado pelas modalidades não rotativas (Gráfico 1.2.19).¹⁵

14/ Ver o boxe [Repasso da taxa Selic para o mercado de crédito bancário](#), publicado no último RI (setembro de 2022).

15/ A definição de fluxo financeiro foi apresentada no boxe [Fluxo financeiro e impulso de crédito](#), publicado no RI de setembro de 2021.

Gráfico 1.2.17 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas

R\$ bilhões de out 2022, a.s.

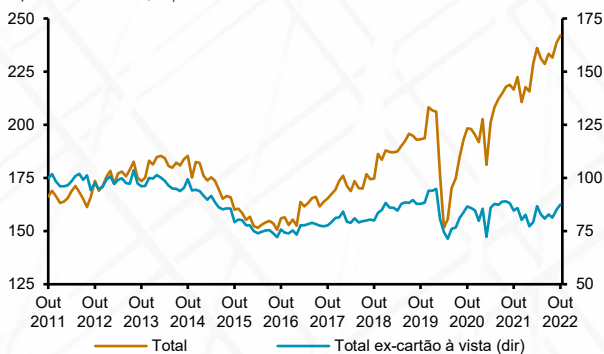


Gráfico 1.2.18 – Concessão de crédito livre a pessoas físicas

R\$ bilhões de out 2022, a.s.

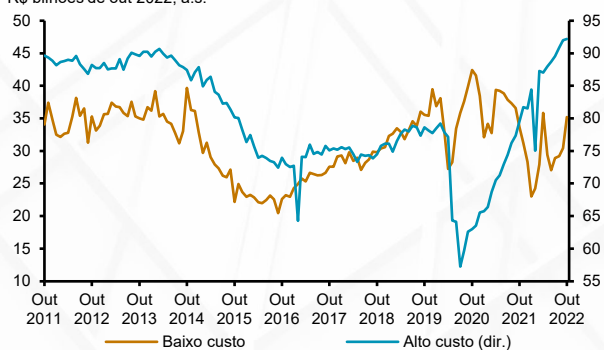


Gráfico 1.2.19 – Fluxo financeiro no crédito PF Livre

R\$ bilhões de out 2022, mm3m, a.s.

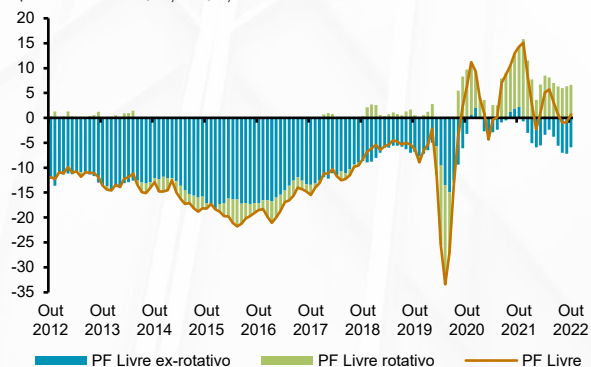
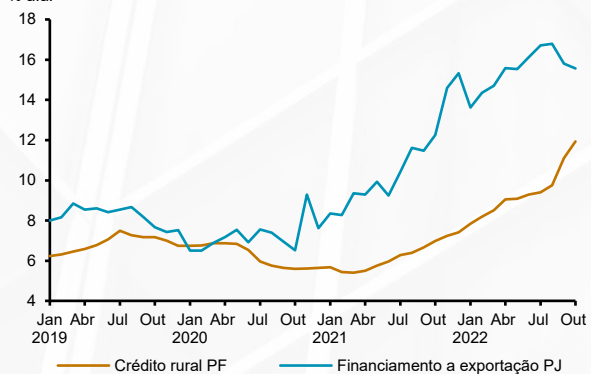


Gráfico 1.2.20 – Taxas de juros

% a.a.



O crédito a pessoas físicas com recursos direcionados apresentou alta significativa, impulsionado pelo crescimento forte, acima do esperado, do crédito rural (Gráfico 1.2.21). As concessões dessa modalidade registraram crescimento real de 43% no período de julho a outubro, na comparação com igual período de 2021. Esse resultado pode ser explicado pelo maior orçamento do Plano Safra 22/23 (36% superior ao de 21/22), pelo encarecimento dos insumos agrícolas e pela alta de juros de modalidades alternativas de crédito, como o financiamento à exportação (Gráfico 1.2.20). Por sua vez, apesar do aumento dos juros da modalidade nos últimos meses, as concessões de crédito imobiliário têm apresentado relativa estabilidade – ainda que em patamar abaixo do pico observado no 3º trimestre de 2021, quando atingiram níveis próximos aos registrados em 2012 e 2013.

O crédito direcionado às empresas aumentou nos últimos meses, com a retomada das operações do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) e do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC), destinados a micro, pequenas e médias empresas (Gráfico 1.2.22). As operações do Pronampe voltaram a ser pactuadas a partir da última semana de julho e registraram forte demanda, totalizando R\$33 bilhões contratados até 9 de novembro. As novas operações do PEAC tiveram início no final de agosto e movimentaram R\$9 bilhões até 3 de novembro. Após a forte demanda inicial, o volume de contratações diminuiu paulatinamente nos dois programas, convergindo em outubro para valores próximos a R\$3,5 bilhões (Pronampe) e R\$1,5 bilhão (PEAC).

No crédito livre às empresas, as concessões mostraram certa acomodação nos últimos meses, com aumento real nas modalidades de curto prazo e queda entre as modalidades de prazos maiores. A acomodação no segmento livre pode refletir, em parte, a maior oferta de crédito direcionado no período, como ressaltado no parágrafo anterior. Mais concentradas em empresas de grande porte, as captações no mercado de capitais têm oscilado desde o final de 2021 em nível superior ao observado antes da pandemia, principalmente pela emissão de debêntures (Gráfico 1.2.23).

A inadimplência do crédito livre às famílias vem aumentando desde o quarto trimestre de 2021, em linha com a alta dos juros e o elevado comprometimento de renda. Entre as modalidades,

Gráfico 1.2.21 – Concessão de crédito direcionado a pessoas físicas

R\$ bilhões de out 2022, a.s.

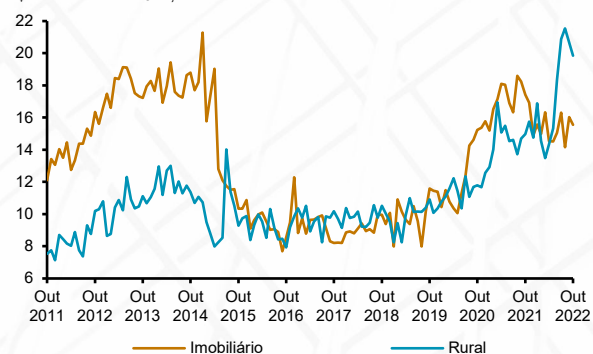
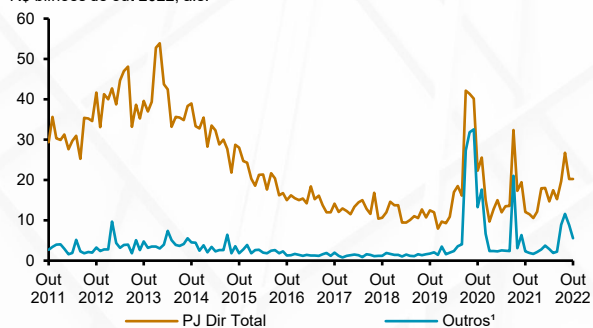


Gráfico 1.2.22 – Concessão de crédito direcionado a pessoas jurídicas

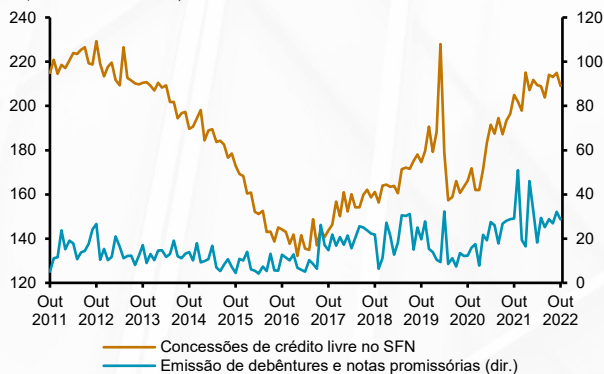
R\$ bilhões de out 2022, a.s.



1/ Inclui Pronampe, PEAC, PESE, entre outros.

Gráfico 1.2.23 – Financiamento a pessoas jurídicas

R\$ bilhões de out 2022, a.s.



as maiores contribuições para esse aumento vieram do cartão de crédito rotativo, do crédito pessoal não consignado e do financiamento de veículos (Gráfico 1.2.24). No crédito a pessoas jurídicas, a inadimplência tem crescido em ritmo moderado, com piora concentrada nas operações às micro, pequenas e médias empresas (Gráfico 1.2.25).¹⁶

Desde o último RI, o saldo nominal da carteira de crédito direcionado cresceu acima do esperado. Essa surpresa explica a maior parte da revisão na projeção de crescimento do saldo de crédito para 2022, de 14,2% para 15,1%, conforme descrito em boxe deste Relatório. Embora a projeção para 2023 também tenha sido revisada, de 8,2% para 8,3%, ela segue considerando uma desaceleração do crédito em termos reais em relação a 2022.

Fiscal

Desde o último RI, os resultados fiscais divulgados continuaram a surpreender positivamente, embora em magnitude menor.¹⁷ O setor público consolidado registrou *superavit* primário de R\$158 bilhões no acumulado do ano até outubro – R\$65 bilhões no Governo Central, R\$87 bilhões nos entes regionais e R\$5 bilhões entre as empresas estatais. Em linha com esses resultados, as projeções fiscais para o ano corrente voltaram a melhorar. A mediana das projeções para o *superavit* primário do setor público, de acordo com o Relatório Focus, passou de 0,75% para 1,29% do PIB.

Apesar do resultado positivo no acumulado do ano e da melhora na expectativa de resultado primário para 2022,¹⁸ há pontos de atenção. No âmbito do Governo Central, em que pese o crescimento da arrecadação relacionada ao lucro das empresas em geral (Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas – IRPJ e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL), as receitas continuam bastante influenciadas pelo repasse de dividendos de empresas estatais e pelo desempenho bastante favorável do setor de exploração mineral, fluxos mais voláteis e dependentes dos preços das *commodities* em reais.

16/ Mais análises sobre o risco de crédito por porte de empresas podem ser encontradas na seção 1.2.2 do [Relatório de Estabilidade Financeira de novembro de 2022](#).

17/ Em outubro, a receita líquida do Governo Central divulgada pelo Tesouro Nacional superou a mediana do Prisma Fiscal pelo quinto mês consecutivo. No entanto, no trimestre encerrado em outubro a surpresa média foi de R\$4,4 bilhões, ante R\$22,7 bilhões no trimestre anterior.

18/ No Questionário Pré-Copom (QPC) referente à reunião de fevereiro de 2022, a mediana dos respondentes projetava *deficit* primário de R\$93 bilhões para o Governo Central no ano. No QPC referente à reunião de junho, a previsão era de *deficit* de R\$12 bilhões. No QPC referente à reunião de dezembro, estimava-se *superavit* de R\$60 bilhões no ano.

Gráfico 1.2.24 – Inadimplência do crédito PF livre

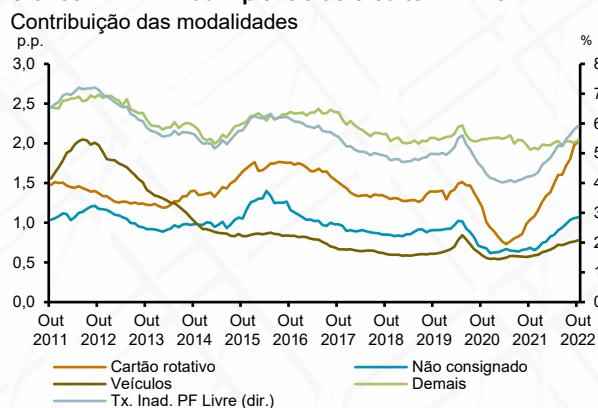


Gráfico 1.2.25 – Inadimplência do crédito PJ

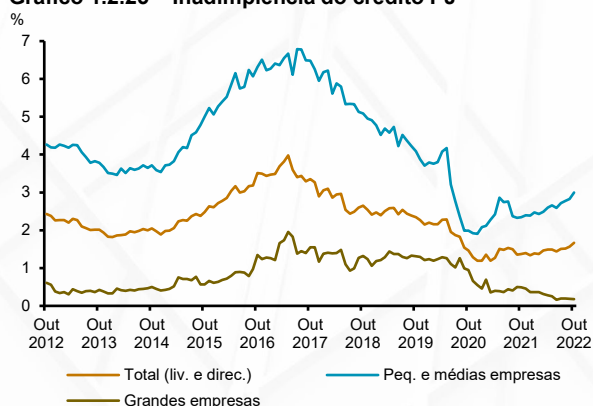


Tabela 1.2.2 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Resultado primário

Acumulado no ano até outubro

Segmento	R\$ bilhões		
	2020	2021	2022
Governo Central	680	53	-65
d/q Governo Federal	427	-188	-314
d/q INSS	252	241	249
Governos regionais	-42	-99	-87
Empresas estatais	-5	-4	-5
Total	633	-50	-158

Valores positivos indicam déficit e negativos indicam superavit.

Nos entes subnacionais, os resultados começam a refletir mais fortemente os efeitos da Lei Complementar nº 194/2022, que reduziu as alíquotas do ICMS para combustíveis, energia e telecomunicações.¹⁹ No trimestre encerrado em outubro, os governos estaduais registraram *deficit* de R\$4 bilhões, interrompendo a tendência positiva no ano, que acumulava *superavit* de R\$57 bilhões até julho.²⁰

De acordo tanto com o Relatório Focus quanto com o Questionário Pré-Copom, as projeções de dívida pública para o final de 2022 situam-se em 77% do PIB para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e 58% para a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), valores semelhantes aos observados na data de corte do RI anterior. Com dez meses de dados efetivos no ano, a variabilidade das projeções para 2022 tende a ser menor. Todavia, a projeção mediana do Focus e do QPC potencialmente não refletem integralmente a revisão positiva no PIB nominal divulgada no início de dezembro, que, tudo o mais constante, deve implicar diminuição da razão entre dívida pública e PIB.²¹

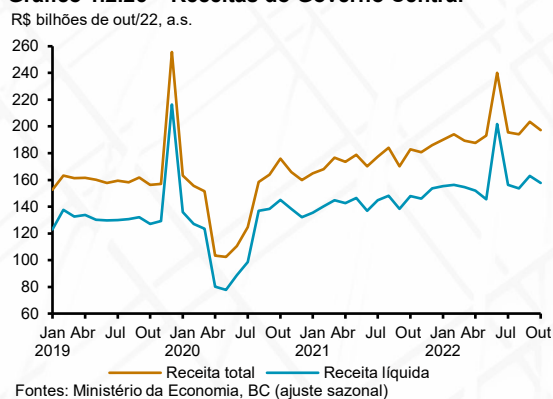
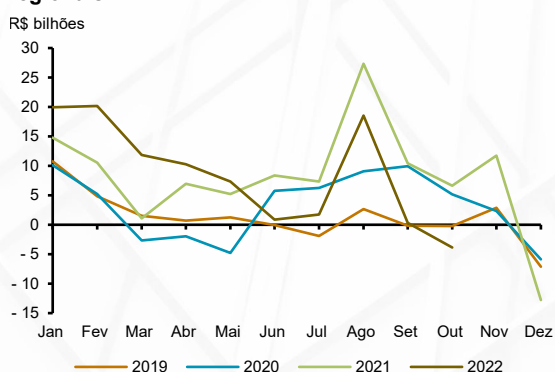
Com a proximidade do final do ano e o encerramento do processo eleitoral, a análise sobre o cenário fiscal tem se concentrado no ano de 2023 e nos anos subsequentes. Em particular, algumas medidas em discussão representam incertezas relevantes tanto sobre as despesas quanto sobre as receitas fiscais de 2023, com impactos potencialmente duradouros ou permanentes.²² No lado das despesas, discutem-se diversas alternativas, em especial a retirada do Auxílio Brasil do limite determinado pelo teto de gastos, o que abre espaço fiscal relevante para a expansão de despesas sob o teto, da ordem de 1% do PIB. Do lado das receitas, projetos de lei que revisam a tabela do Imposto de Renda e os limites do Simples, em discussão no Congresso, representam risco de perda substancial de arrecadação. Adicionalmente, parte relevante do crescimento recente das receitas esteve ligada ao desempenho dos preços das *commodities* em reais, que são voláteis.

19/ A Lei Complementar (LC) nº 194/2022 foi sancionada em 23/06/2022. Dados os questionamentos jurídicos à LC e a defasagem entre o fato gerador e a arrecadação, agosto foi possivelmente o primeiro mês com impacto efetivo completo da medida sobre as estatísticas fiscais.

20/ O resultado fiscal de agosto foi muito impactado pelo acordo entre a União e o município de São Paulo sobre o Campo de Marte. Embora o efeito fiscal seja nulo para o setor público consolidado, a operação favoreceu atipicamente o resultado dos entes municipais no mês, no montante de R\$24 bilhões.

21/ Os valores nominais do PIB em 2020, 2021 e no primeiro semestre de 2022 foram revisados em 1,9%, 2,5% e 2,9%, respectivamente, em relação aos valores vigentes na data de publicação do último RI. Ver a seção “Atividade econômica” deste capítulo para uma discussão sobre a revisão do crescimento real do PIB.

22/ Cabe mencionar que o cenário fiscal e as incertezas associadas foram o tema mais frequentemente citado pelos analistas presentes no 89º ciclo de reuniões do Diretor de Política Econômica do Banco Central com economistas participantes do Sistema de Expectativas de Mercado, que ocorreu por videoconferência nos dias 10 e 11 de novembro desse ano.

Gráfico 1.2.26 – Receitas do Governo Central**Gráfico 1.2.27 – Resultado primário dos governos regionais****Tabela 1.2.3 – QPC: Projeção de despesa do governo central acima do atual teto de gastos**

	R\$ bilhões	
	2023	2024
Percentil 75	150	150
Mediana	130	109
Percentil 25	100	44

Tabela 1.2.4 – QPC: Projeções fiscais para o Copom 251

	Primário do Gov. Central (R\$ Bilhões)	Primário dos Gov. Regionais (R\$ Bilhões)	DLSP (% PIB)	DBGG (% PIB)
2022	60	65	58	77
2023	-116	10	62	81
2024	-89	5	66	84

Essas incertezas já se refletem, ao menos parcialmente, nas projeções de mercado para as variáveis fiscais. De acordo com o último QPC, a mediana dos analistas projeta que as despesas do governo central devem superar o teto de gastos em R\$130 bilhões em 2023 e R\$109 bilhões em 2024.²³ No mesmo sentido, a previsão mediana de *deficit* primário do Governo Central para 2023 passou de R\$55 bilhões na edição de setembro do QPC para R\$116 bilhões na edição referente ao Copom de dezembro. A projeção de *deficit* do Governo Central e de *superavit* reduzido dos entes regionais embasam a expectativa de aumento expressivo da dívida pública entre 2022 e 2023: de 77% para 81% na DBGG e de 58% para 62% na DLSP (Tabela 1.2.4).

Considerando não apenas as projeções centrais, mas também os riscos presentes no cenário, houve piora na percepção dos analistas sobre a situação fiscal, de acordo com o QPC. No questionário de outubro, a maioria dos respondentes considerou que a situação fiscal não havia apresentado mudança relevante desde a reunião anterior do Copom. Todavia, o quadro mudou substancialmente na edição de dezembro da pesquisa, quando 91% afirmaram notar piora da situação fiscal.

Contas externas

Dados de junho a outubro do balanço de pagamentos mostram um *deficit* em transações correntes levemente maior do que se observava no trimestre terminado em maio, à época do RI anterior. Essa piora reflete, em parte, a revisão metodológica da conta de serviços de transporte. O saldo menor da balança comercial no critério da Sexta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do FMI (BPM6) também contribuiu negativamente na média do período, mas sua evolução mensal aponta recuperação gradual nos últimos meses. Na conta financeira, as entradas líquidas de Investimento Direto no País (IDP) continuaram em patamar elevado, acima do *deficit* em transações correntes.

O valor das exportações continuou exibindo trajetória de crescimento nos meses mais recentes.

23/ A formulação precisa da questão no QPC referente ao Copom de dezembro foi “Além das exceções constitucionais já previstas, sua projeção de despesa do governo central incorpora algum valor acima do definido pelo atual teto de gastos para 2023 e 2024? Se sim, qual esse montante para 2023 e 2024?”. Os formulários e resultados quantitativos agregados do QPC podem ser consultados no link www.bcb.gov.br/controleinflacao/precopom.

Tabela 1.2.5 – QPC: Avaliação da situação fiscal

	%		
	Piorou	Sem mudanças relevantes	Melhorou
Copom 242	80	17	2
Copom 243	70	23	8
Copom 244	69	22	10
Copom 245	50	28	22
Copom 246	24	57	19
Copom 247	69	23	8
Copom 248	93	4	3
Copom 249	46	44	9
Copom 250	21	72	7
Copom 251	91	9	0

Os resultados acima referem-se à seguinte pergunta do QPC: "Como você avalia a evolução da situação fiscal desde o último Copom, considerando tanto seu cenário central quanto os riscos envolvidos?".

Gráfico 1.2.28 – Transações correntes

US\$ bilhões, MM3M a.s.

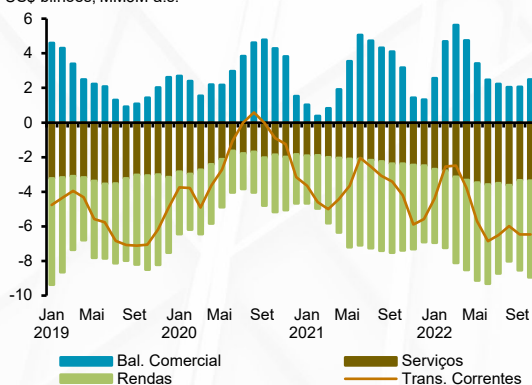
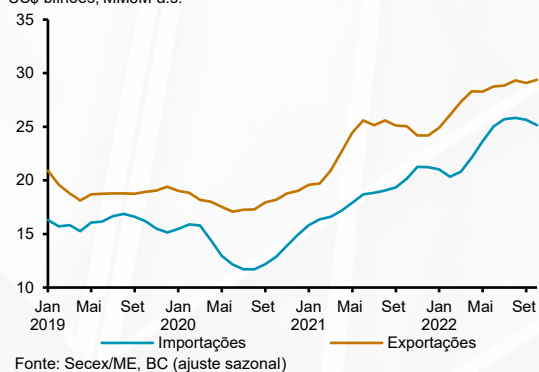


Gráfico 1.2.29 – Bal. Comercial

US\$ bilhões, MM3M a.s.



O desempenho favorável reflete crescimento no volume das vendas externas, especialmente de produtos básicos e semimanufaturados. Os preços implícitos seguem em queda, em linha com os preços internacionais correspondentes, mas em menor magnitude do que estes. Dessa forma, considerando dados alfandegários da Secretaria de Comércio Exterior (Secex) do Ministério da Economia (ME), as exportações acumuladas no ano até o mês de outubro atingiram US\$281 bilhões, valor recorde da série histórica, com contribuições relevantes de petróleo e soja.

Na média trimestral também houve alta no valor das importações em relação a maio. Todavia, o valor mensal das importações tem apresentado quedas desde agosto, apontando para recuperação do saldo comercial. Esse recuo recente da importação decorreu principalmente da queda generalizada nos preços, resultado tanto de redução nas pressões das cadeias de suprimentos como de queda nas cotações internacionais de *commodities*. Em particular, destaca-se a acentuada queda do volume e dos preços das importações de fertilizantes – revertendo o movimento precaucional que resultou em alta acentuada das compras, diante das incertezas iniciais geradas pela invasão russa à Ucrânia.

O *deficit* da conta de serviços mostrou estabilidade nos últimos meses. Em particular, a pequena queda das despesas líquidas com viagens, ainda limitadas pela oferta restrita de rotas internacionais e pela taxa de câmbio mais elevado do que no período pré-pandemia, foi compensada pelos demais componentes da conta.

Ainda na conta de serviços, as séries divulgadas em novembro incorporaram revisão metodológica nas receitas e despesas de transporte, que passaram a considerar dados de frete da Secex do ME.²⁴ A revisão resultou em deficit maior em toda a série histórica da rubrica, mas o efeito foi mais pronunciado em 2021 e 2022 – em linha com o aumento dos preços de frete internacional no período²⁵. Nos últimos meses as despesas com serviços de transporte mantiveram-se em patamar elevado, mas espera-se que cedam à medida que os preços de fretes se normalizem.

O *deficit* na renda primária manteve-se em patamar elevado, acima do observado no período pré-

24/ Mais informações sobre a revisão podem ser obtidas na edição de novembro da [Nota econômico-financeira das estatísticas do setor externo](#).

25/ Sobre este tema, ver o box [Índice de pressão nas cadeias de suprimentos brasileiras](#), publicado na edição de setembro de 2022 do Relatório de Inflação.

Gráfico 1.2.30 – Índices de preço

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.

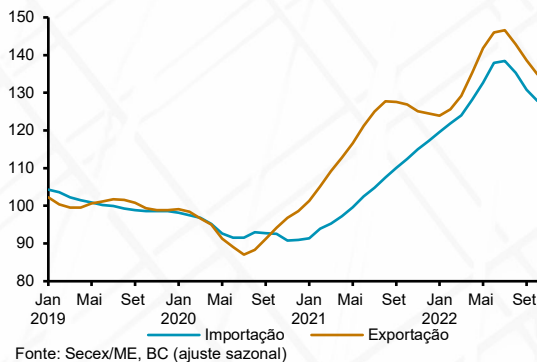


Gráfico 1.2.31 – Índices de quantum

Índice (2019 = 100), MM3M a.s.

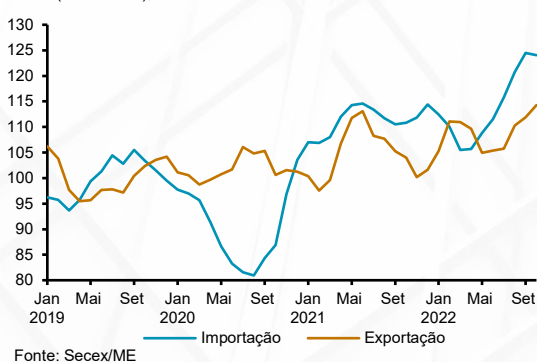


Gráfico 1.2.32 – Investimento direto no país

US\$ bilhões, MM3M a.s.

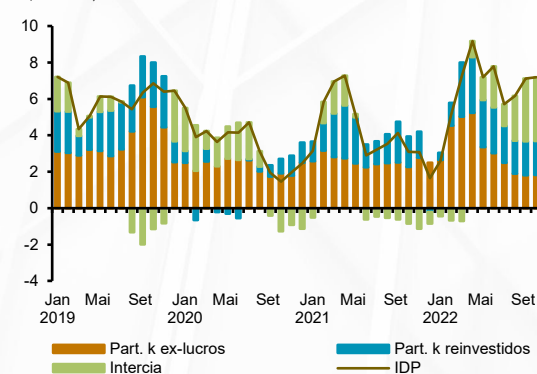
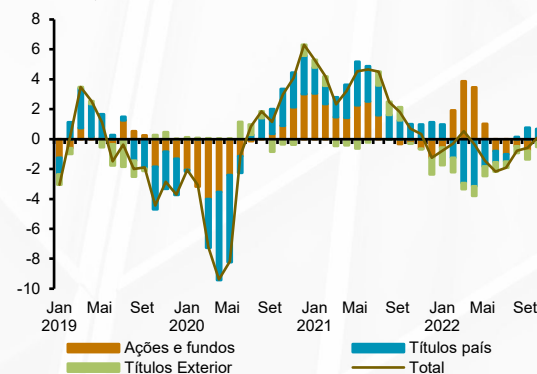


Gráfico 1.2.33 – Investimentos em carteira - passivo

US\$ bilhões, MM3M a.s.



pandemia, mas com estabilidade em relação a maio. Esse resultado é determinado em grande medida pelo nível das despesas com lucros e dividendos. Na margem, também houve aumento dos gastos com juros, o que possivelmente reflete o aperto das condições financeiras no mundo.

Na conta financeira, o IDP acumulado até outubro já ultrapassou as marcas anuais atingidas entre 2019 e 2021. Como já destacado no RI anterior, diversos fatores podem estar favorecendo esse fluxo mais positivo do que o antecipado: a melhora da atividade econômica doméstica e da lucratividade das empresas; a retomada de projetos postergados devido à pandemia; e a demanda por investimentos em setores como energia, tecnologia e óleo e gás.

Após saídas líquidas no segundo trimestre, os fluxos de investimentos em carteira se aproximaram do equilíbrio nos últimos meses. A principal contribuição para esse movimento veio de fluxos líquidos positivos para títulos no país, mesmo com a continuidade do ajuste monetário no exterior, principalmente em economias avançadas.

Preços

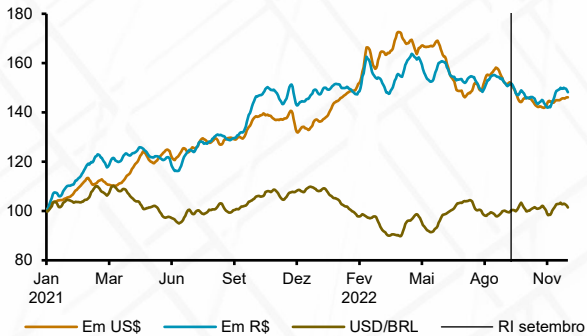
A inflação acumulada em doze meses continuou recuando desde o último RI, na esteira dos efeitos das medidas tributárias e da recente queda dos preços das *commodities*. A inflação subjacente se mantém alta e em patamar incompatível com o cumprimento da meta de inflação, mas há sinais incipientes de arrefecimento na margem, inclusive no segmento de serviços, o que em parte pode estar associado à gradual materialização dos efeitos do ciclo da política monetária já empreendido. Por fim, as expectativas dos analistas se mantiveram relativamente estáveis para a inflação no horizonte relevante da política monetária.

Os preços das *commodities* continuaram recuando, com implicações desinflacionárias. O Índice de *Commodities*–Brasil (IC-Br) recuou 3,7% no trimestre, quando medido em dólares, após queda de 10,2% no trimestre anterior.²⁶ O recuo nos preços das *commodities* foi acompanhado de depreciação do real (1,5%), sendo, assim, menos intenso quando medido em reais (-2,3%).

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

Gráfico 1.2.34 – IC-Br e câmbio

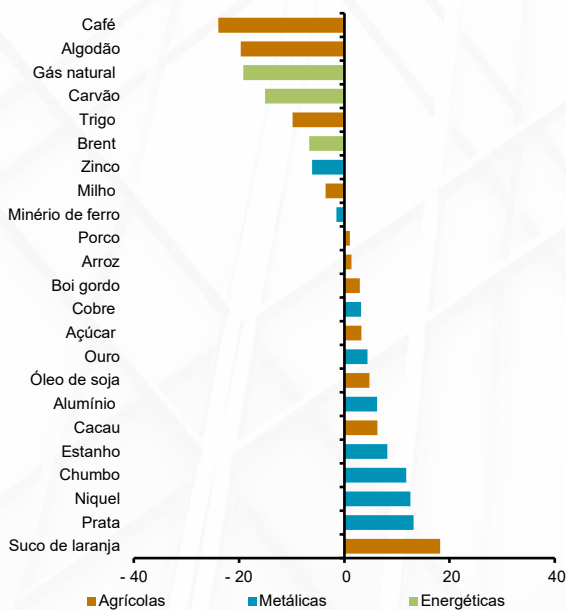
MM5D, 31.12.2020 = 100



Fontes: Bloomberg e BC

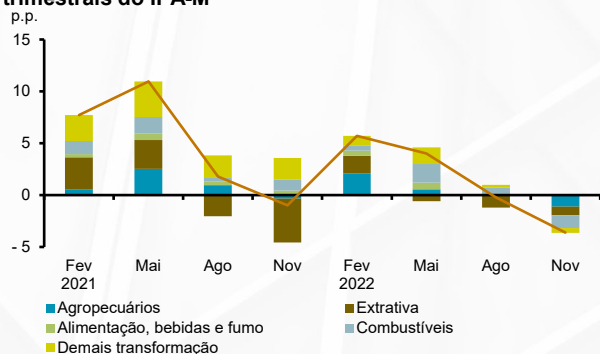
Gráfico 1.2.35 – Variações nos preços de commodities (US\$)

Var. % da média móvel de 5 dias entre as datas de cortes dos RIs anterior e atual



Fonte: Bloomberg

Gráfico 1.2.36 – Contribuições para variações trimestrais do IPA-M



Fonte: FGV

Dentre os fatores macroeconômicos por trás da recente queda nos preços de *commodities*, destacam-se o aperto das condições financeiras, com importante desdobramento para as perspectivas de crescimento global, e o impacto sobre a economia das medidas de combate à Covid-19 na China. Há considerável incerteza sobre a evolução dessas medidas e os preços de *commodities* se mostram voláteis, mas, na margem, sinais de flexibilização deram suporte aos preços, especialmente das *commodities* metálicas. Apesar da queda no índice agregado, individualmente a maior parte das *commodities* que compõem o IC-Br apresentou alta em dólares (14 das 23). No nível de segmento, houve queda do índice de *commodities* energéticas, disseminada, e queda do índice de agropecuárias – concentrada em algodão, café, trigo e milho. Por outro lado, houve alta no índice de metálicas e na maior parte das *commodities* que o compõem (exceções foram minério de ferro e zinco).

O contínuo recuo dos preços das *commodities* implicou intensificação da queda dos preços ao produtor. O Índice de Preços ao Produtor Amplo – Mercado (IPA-M) recuou 3,61% no trimestre encerrado em novembro, após ter caído 0,20% no anterior. Houve queda dos preços de vários produtos, além de casos em que houve alta inferior à observada no trimestre anterior, de forma que não se trata apenas da influência de poucos produtos com peso significativo. Dentre os agropecuários (-3,86%), o maior destaque foi a significativa queda no preço do leite, após dois trimestres de forte alta. Também houve relevante recuo no preço dos bovinos, aves, café, algodão, cana-de-açúcar e trigo. Dentre os industriais (-3,52%), destacam-se, pela magnitude, as contribuições advindas dos preços de minério de ferro e combustíveis. Houve também ligeira diminuição nos preços de alimentos industrializados, repercutindo a queda de alguns produtos agropecuários, além de recuo moderado na indústria de transformação ex-alimentação e combustíveis, com destaque para metalurgia. De modo geral, o comportamento dos preços ao produtor no trimestre parece compatível com o recente arrefecimento da inflação de bens e sugere a continuidade desse processo nos próximos meses.

Os preços ao consumidor tiveram avanço de 0,32% no trimestre encerrado em novembro, segundo o IPCA-15, após variação próxima de zero no trimestre anterior (0,08%).²⁷ O avanço menor em comparação

27/ A análise se baseou no IPCA-15 porque o IPCA de novembro foi divulgado apenas no dia 9 de dezembro, após a data de corte deste Relatório de Inflação e a reunião do Copom de dezembro.

Gráfico 1.2.37 – IPCA-15, média dos núcleos e IPCA-15 ex-subitens afetados por medidas tributárias

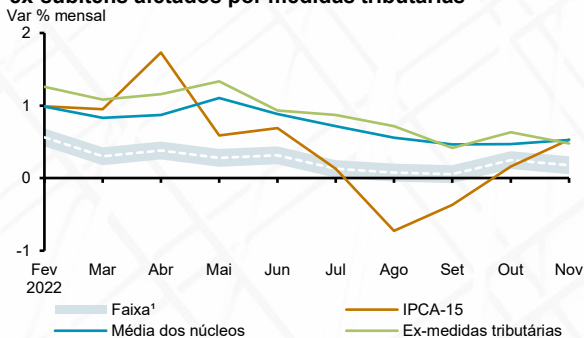


Gráfico 1.2.38 – Contribuições para variações trimestrais do IPCA-15

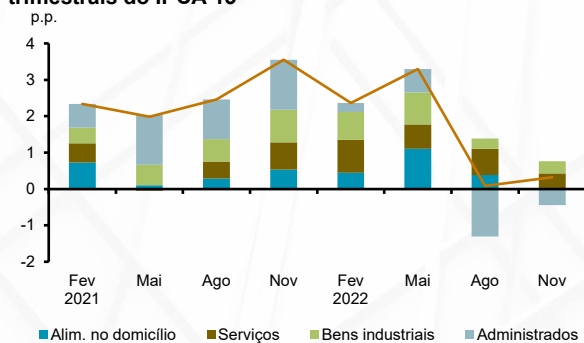


Gráfico 1.2.39 – Contribuições para variações trimestrais em serviços – IPCA-15

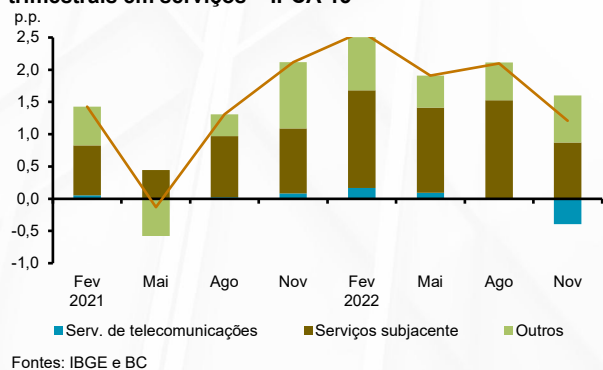
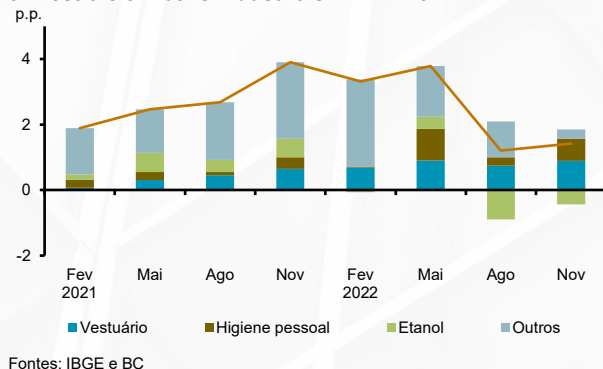


Gráfico 1.2.40 – Contribuições para variações trimestrais em bens industriais – IPCA-15



ao que foi observado no mesmo trimestre de 2021 implicou significativo recuo da inflação acumulada em doze meses, de 9,60% em agosto para 6,17% em novembro. Passada a maior parte dos efeitos das medidas de desoneração sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações, que implicaram deflação nas leituras de agosto e setembro (-0,73% e -0,37%, respectivamente), o IPCA-15 voltou a subir em outubro e novembro (0,16% e 0,53%, respectivamente), mas para patamar ainda abaixo daquele que foi observado até meados do ano.

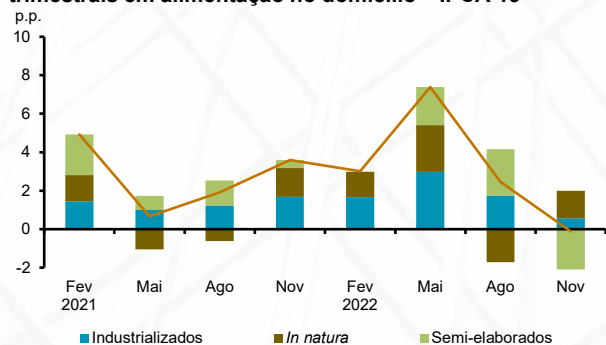
Desconsiderando os componentes do índice que foram diretamente afetados pelas medidas tributárias, a variação trimestral do IPCA-15 passou de 2,54% em agosto para 1,53% em novembro. Da mesma maneira, a média dos núcleos de inflação recuou de 2,17% para 1,46%, sugerindo moderação do processo inflacionário. Contudo, apesar do significativo alívio, as medidas de inflação subjacente seguem acima do patamar compatível com o cumprimento da meta de inflação.

A inflação de serviços também recuou (de 2,10% para 1,21%), contando com influência tanto das medidas tributárias sobre o setor de telecomunicações, quanto de uma contribuição relevante do componente subjacente (de 2,58% para 1,46%). Destacou-se, no trimestre, a moderação nas altas de alimentação fora do domicílio, aluguel, condomínio, seguro voluntário de veículos e conserto de automóvel – estes dois últimos possivelmente associados à menor alta nos custos de veículos e peças. Também foi relevante o arrefecimento da alta dos serviços intensivos em trabalho, em especial de empregado doméstico. Boxe neste Relatório mostra que houve arrefecimento tanto de serviços mais sensíveis à inércia inflacionária quanto de serviços mais sensíveis ao grau de ociosidade da economia.²⁸

Já os preços de bens industriais tiveram no trimestre alta maior que a observada no trimestre anterior (1,42% ante 1,21%). Entretanto, a análise desagregada revela que houve um movimento de desinflação relativamente disseminado entre os componentes. Isso fica mais claro quando etanol e higiene pessoal – dois componentes voláteis, com significativa contribuição para a aceleração de industriais – são excluídos do cálculo (1,46% ante 2,30%). Chama atenção, contudo, que o arrefecimento da inflação de bens industriais não se observa nos artigos de vestuário. A persistência da alta nos preços de artigos

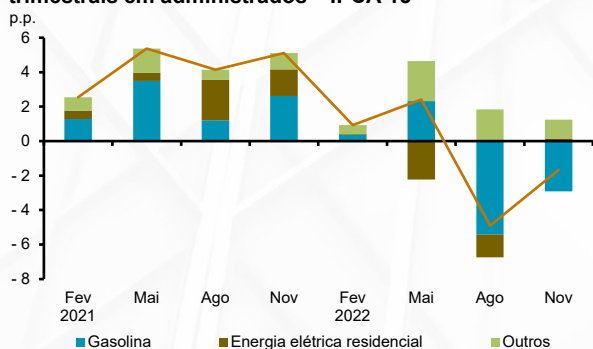
28/ Ver boxe “Análise da inflação de serviços sob as óticas da ociosidade e da inércia”.

Gráfico 1.2.41 – Contribuições para variações trimestrais em alimentação no domicílio – IPCA-15



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.42 – Contribuições para variações trimestrais em administrados – IPCA-15



Fontes: IBGE e BC

Gráfico 1.2.43 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2022



29/ O Questionário Pré-Copom referente ao Copom de dezembro incluiu uma pergunta específica sobre a eventual reversão das medidas de desoneração: "Qual o impacto sobre o IPCA 2023 de eventual reversão das medidas tributárias implementadas em 2022? Quanto desse impacto estimado já está incorporado nas suas projeções?". A mediana das respostas sobre o impacto incorporado foi 0,1 p.p. Das 85 respostas para a questão, 42 indicam que nenhum impacto foi incorporado. O questionário completo e um sumário quantitativo das respostas podem ser acessados no [site do BC](#).

de vestuário pode refletir um repasse defasado da significativa alta de custos que ocorre desde 2020 no setor. Essa defasagem, maior do que a observada historicamente, possivelmente está associada à queda de demanda em 2020 e início de 2021, com o distanciamento social. Por outro lado, a recente queda nos preços do algodão e de fibras sintéticas sugere algum arrefecimento nas pressões de custo sobre o setor.

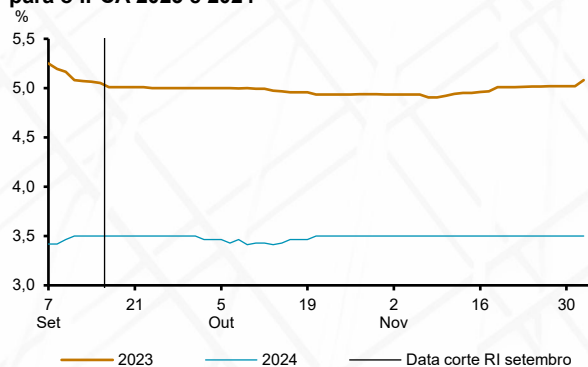
Os preços de alimentos ficaram relativamente estáveis, com queda de 0,13%, após alta de 2,46% no trimestre anterior. Para tanto, contribuiu a significativa queda no preço do leite, após trimestres de expressiva elevação, compensando a forte alta nos preços de alimentos *in natura*, associada às chuvas intensas e antecipadas em relação ao padrão sazonal.

Os preços administrados ainda apresentaram queda em razão do recuo dos preços de combustíveis, mas com intensidade bem inferior à observada no trimestre anterior (-1,67% ante -4,90%), dada a dissipação dos efeitos das medidas tributárias sobre preços de combustíveis e energia elétrica.

A mediana das expectativas para a inflação em 2022 recuou ligeiramente, de 6,00% para 5,92%. As expectativas chegaram a recuar para 5,60% no início de novembro, mas a surpresa negativa com a divulgação do IPCA de outubro e a evolução da conjuntura de forma mais geral – incluindo a depreciação do real e o aumento no preço de *commodities* na margem – implicaram subsequentes revisões para cima. Na comparação com as expectativas na data de corte do RI de setembro, e considerando análise desagregada por segmentos, a revisão baixista deveu-se à evolução mais favorável da inflação de serviços, compensada por revisão para cima em alimentação e administrados.

Para 2023 e 2024 – que neste momento caracterizam o horizonte relevante para a política monetária – as expectativas mantiveram-se relativamente estáveis. Para 2023, a mediana passou de 5,01% para 5,08%, mantendo-se acima do limite superior do intervalo de tolerância (4,75%). A maioria dos analistas continua não incorporando impactos relevantes na inflação de 2023 de eventual reversão das medidas de desoneração tributárias implementadas neste ano.²⁹

Gráfico 1.2.44 – Mediana das expectativas anuais Focus para o IPCA 2023 e 2024



Para 2024, a mediana das projeções se manteve em 3,50%, mas houve aumento da média, de 3,48% para 3,66%. O QPC também mostra relativa estabilidade nas projeções centrais para 2023 e 2024 - medianas de 5,00% e 3,50%, respectivamente. Por outro lado, a maioria dos respondentes do questionário passou a indicar que o risco das projeções é preponderantemente de alta, tanto para 2023 quanto para 2024.

Projeções para a evolução do PIB em 2022 e 2023

Este boxe atualiza as projeções centrais para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e de seus componentes da oferta e da demanda nos anos de 2022 e 2023. As alterações em relação às previsões apresentadas no Relatório anterior foram bastante influenciadas pelo resultado do terceiro trimestre de 2022 e pela revisão das séries históricas das Contas Nacionais, que elevaram o carregamento estatístico do terceiro trimestre para o PIB de 2022 e diminuíram o carregamento para o PIB de 2023. As projeções atuais refletem a perspectiva de que a desaceleração da atividade econômica se consolide no quarto trimestre deste ano e ao longo de 2023, sob influência da esperada desaceleração global e dos impactos cumulativos da política monetária doméstica.

Como já destacado em edições anteriores do Relatório de Inflação, a incerteza ao redor das projeções de crescimento para o Brasil, especialmente para 2023, é maior do que o usual, devido tanto a fatores externos como domésticos. No cenário externo, permanecem desafios para o desempenho da atividade econômica global, decorrentes de aperto da política monetária em diversos países, da evolução da guerra na Ucrânia e, na China, da crise no setor imobiliário e da incerteza acerca da política de Covid Zero. No âmbito doméstico, há elevada incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal. Também persistem incertezas sobre a magnitude dos estímulos fiscais em 2023 e sobre sua transmissão para a atividade econômica.

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	2021	Variação %	
		2022 ¹	
		Anterior	Atual
Agropecuária	0,3	0,0	-2,0
Indústria	4,8	2,4	1,9
Extrativa mineral	2,9	0,5	-1,0
Transformação	4,5	0,5	-0,2
Construção civil	10,0	6,4	7,0
Prod./dist. de eletricidade, gás e água	1,0	10,5	10,1
Serviços	5,2	3,4	4,1
Comércio	5,0	1,8	0,9
Transporte, armazenagem e correio	12,9	8,5	8,4
Serviços de informação	12,6	2,6	4,9
Interm. financ.e serviços relacionados	0,0	-0,7	0,0
Outros serviços	9,1	10,2	10,6
Atividades imobiliárias e aluguel	2,1	0,6	2,4
Adm., saúde e educação públicas	2,3	0,7	1,8
Valor adicionado a preços básicos	4,8	2,9	3,0
Impostos sobre produtos	6,2	1,1	2,1
PIB a preços de mercado	5,0	2,7	2,9
Consumo das famílias	3,7	3,9	4,2
Consumo do governo	3,5	0,7	1,6
Formação bruta de capital fixo	16,5	-0,4	0,7
Exportação	5,9	1,5	4,0
Importação	12,0	-2,5	0,0

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

Revisão da projeção para 2022

A projeção de crescimento do PIB em 2022 passou para 2,9% ante expectativa de 2,7% no Relatório anterior. A alteração na previsão foi bastante influenciada pela revisão da série histórica, que resultou em elevação das variações interanuais do primeiro semestre.

A alta na projeção do PIB refletiu, sob a ótica da produção, elevação na previsão para o setor de serviços, parcialmente compensada por recuo nas estimativas para agropecuária e indústria.

A projeção da agropecuária foi alterada de estabilidade para recuo de 2,0%, refletindo, principalmente, o resultado do terceiro trimestre. O recuo na comparação com o trimestre anterior surpreendeu o Banco Central do Brasil (BC), que esperava um resultado positivo, influenciado pela base relativamente fraca do segundo trimestre – ainda sob impacto da quebra parcial da safra de soja, cultura com colheita concentrada nos dois primeiros trimestres do ano – e por altas na produção de laranja e de algodão, culturas com participação expressiva no terceiro trimestre. Contudo, recuos na produção de cana-de-açúcar e mandioca sobrepujaram esses fatores altistas, levando a recuo da atividade no trimestre e a piora na estimativa para o ano.

Na indústria, a projeção foi revista de 2,4% para 1,9%, com quedas nas previsões para todos os setores, com exceção da construção. Dentre as revisões negativas, destaca-se a da indústria de transformação, refletindo a desaceleração mais intensa do que a esperada no terceiro trimestre e indicadores já divulgados para o quarto trimestre. Em especial, a produção da indústria de transformação (Pesquisa Industrial Mensal – PIM) ficou estável em outubro, deixando carregamento estatístico negativo para o último trimestre. Em sentido oposto, o resultado da construção no terceiro trimestre excedeu o esperado, levando à alta da projeção para o ano. Apesar da surpresa positiva, mantém-se a previsão de arrefecimento da atividade ao longo dos próximos trimestres, em parte como reflexo do ajuste monetário empreendido. Indicadores mensais, como a produção de insumos para a construção, as vendas de materiais de construção no varejo e a geração de vagas de trabalho no setor, sugerem que o processo de desaceleração está em curso.

Em serviços, a estimativa de crescimento em 2022 passou de 3,4% para 4,1%, influenciada pelo resultado do terceiro trimestre e pela revisão da série histórica. O setor terciário tem mostrado resiliência, voltando a crescer em ritmo robusto no terceiro trimestre. As altas no setor foram disseminadas e de magnitudes elevadas, iguais ou superiores a 1,0%, exceto pela atividade de comércio, afetada pelo arrefecimento do varejo e da produção industrial. Contudo, para os próximos trimestres, espera-se arrefecimento mais disseminado no setor, repercutindo a perspectiva de desaceleração do consumo das famílias, em ambiente de taxas de juros mais elevadas e de desaquecimento do mercado de trabalho¹.

Com relação aos componentes domésticos da demanda agregada, a estimativa para a variação do consumo das famílias passou de 3,9% para 4,2%, a do consumo do governo de 0,7% para 1,6% e a da formação bruta de capital fixo (FBCF) de -0,4% para 0,7%. De modo geral, as alterações refletem revisões nas séries históricas, que elevaram as variações interanuais do primeiro semestre. No caso do consumo das famílias, também contribuiu a desaceleração menos pronunciada do que a prevista no terceiro trimestre.

As exportações e as importações em 2022 devem variar, na ordem, 4,0% e 0,0%, ante projeções de 1,5% e -2,5%, respectivamente, apresentadas anteriormente, repercutindo altas maiores do que as esperadas no volume de exportações e importações de bens e serviços. 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 2,1 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente.

1/ Conforme abordado na seção “Mercado de trabalho” do capítulo 1 deste Relatório.

Revisão da projeção para 2023

Para 2023, a projeção de crescimento continuou em 1,0%, com manutenção da perspectiva de arrefecimento na demanda interna e nos componentes mais cíclicos da oferta.

Como já mencionado, a diminuição do carregamento estatístico para 2023 influenciou negativamente a projeção de crescimento do PIB para o ano. Contudo, este efeito estatístico não foi uniforme: entre os componentes da oferta, houve redução para agropecuária e indústria e aumento para o setor de serviços. A divulgação pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) do primeiro prognóstico para produção agrícola de 2023, com previsões de altas ligeiramente inferiores às consideradas na previsão divulgada no Relatório de setembro, foi um fator baixista adicional.

Discussões sobre o orçamento de 2023 apontam para maior expansão dos gastos primários do que a prevista na legislação atual, em especial os associados a transferências às famílias.² O resultado da expansão fiscal sobre a atividade econômica opera por diferentes canais. Por um lado, maiores estímulos fiscais, através de seus efeitos diretos, podem ajudar a sustentar a demanda agregada, especialmente no curto prazo. Por outro lado, estímulos fiscais adicionais, especialmente se impactarem a percepção de sustentabilidade da dívida pública, podem prejudicar as condições financeiras e o crescimento econômico. Portanto, o resultado final depende da combinação da magnitude da expansão fiscal no curto prazo e da formulação exata do novo arcabouço fiscal.

Pelo lado da oferta, a manutenção da projeção central para a variação do PIB em 2023 refletiu recuos nas previsões para agropecuária e indústria, de, respectivamente, 7,5% e 0,4% para 7,0% e 0,0%, e elevação na previsão para serviços, de 0,6% para 0,9%.

No âmbito da demanda interna, as projeções para o consumo das famílias, consumo do governo e FBCF foram elevadas de, respectivamente, 0,7%, 1,0% e -0,5% para 1,2%, 1,1% e 0,3%, prognósticos bastante influenciados pelas altas no terceiro trimestre de 2022, que sugerem demanda interna marginalmente mais resiliente do que se antecipava.

As estimativas para as variações das exportações e importações ficaram praticamente inalteradas, passando, na ordem, de 3,0% para 2,8% e de 0,5% para 0,7%. As contribuições respectivas das demandas interna e externa estão estimadas em 0,6% e 0,4%, respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto

Acumulado no ano

Discriminação	2021	2022 ¹	Variação %	
			Anterior	Atual
Agropecuária	0,3	-2,0	7,5	7,0
Indústria	4,8	1,9	0,4	0,0
Serviços	5,2	4,1	0,6	0,9
Valor adicionado a preços básicos	4,8	3,0	1,1	1,1
Impostos sobre produtos	6,2	2,1	0,2	0,4
PIB a preços de mercado	5,0	2,9	1,0	1,0
Consumo das famílias	3,7	4,2	0,7	1,2
Consumo do governo	3,5	1,6	1,0	1,1
Formação bruta de capital fixo	16,5	0,7	-0,5	0,3
Exportação	5,9	4,0	3,0	2,8
Importação	12,0	0,0	0,5	0,7

Fonte: IBGE

1/ Estimativa.

2/ O valor desse incremento no gasto público é incerto, mas analistas incorporam R\$ 130 bilhões de despesas acima do definido pelo teto de gastos atual nas suas projeções para o resultado fiscal de 2023, conforme mediana das respostas no Questionário Pré-Copom (QPC) referente à reunião de dezembro. A formulação precisa da questão foi "Além das exceções constitucionais já previstas, sua projeção de despesa do governo central incorpora algum valor acima do definido pelo atual teto de gastos para 2023 e 2024? Se sim, qual esse montante para 2023 e 2024?". Os formulários e resultados quantitativos agregados do QPC podem ser consultados no link www.bcb.gov.br/controleinflacao/precopom.

Projeção para a evolução do crédito em 2022 e 2023

Este boxe apresenta a revisão das projeções de crescimento do saldo nominal da carteira de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em 2022 e 2023 (Tabela 1). Desde o Relatório de Inflação (RI) anterior observou-se volume de contratações do Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) e do Programa Emergencial de Acesso ao Crédito (PEAC) em magnitude superior à esperada, assim como forte expansão do crédito agrícola e resiliência do financiamento imobiliário. A perspectiva de crescimento mais acentuado do crédito direcionado é, portanto, a principal razão para a revisão das projeções do saldo de crédito em 2022 e 2023, que passaram de 14,2% e 8,2% para 15,1% e 8,3%, respectivamente.

No segmento livre, o saldo de crédito às famílias veio em linha com o esperado nas últimas leituras e a projeção para 2022 foi mantida. No crédito a pessoas jurídicas, a projeção para 2022 foi revista para baixo, incorporando surpresas negativas nos últimos resultados, influenciados por amortizações em volume acentuado.

Para 2023, a projeção para o crédito livre foi marginalmente revisada para baixo, em linha com o movimento recente das condições financeiras domésticas e a expectativa de taxa de juros real mais contracionista nesse horizonte, segundo a pesquisa Focus.

No crédito direcionado, o orçamento mais elevado do Plano Safra 22/23, associado ao encarecimento dos insumos agrícolas e à maior atratividade do crédito subsidiado, dado o patamar da taxa Selic, contribuiu para surpresas positivas nesse segmento ao longo do terceiro trimestre, com impacto mais significativo no crédito às famílias. No mesmo sentido, o crédito imobiliário, com contribuição do programa Casa Verde Amarela, exibiu desaceleração menor do que a prevista anteriormente, a despeito do cenário de taxas de juros elevadas. Esse conjunto de surpresas positivas motivou a revisão da projeção de crescimento do estoque do crédito com recursos direcionados às famílias em 2022, de 13% para 17%, e em 2023, de 7% para 9%.

Tabela 1 – Saldo de crédito

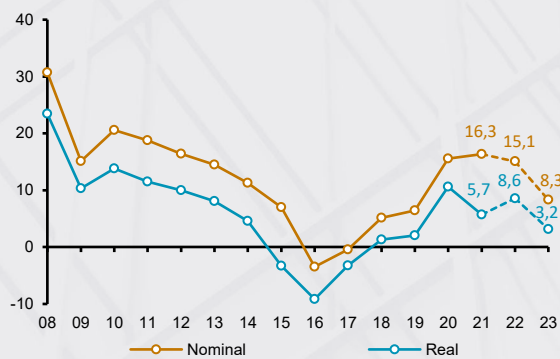
	Variação % em 12 meses					
	Ocorrido		Proj. 2022		Proj. 2023	
	2021	Out 2022	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Total	16,3	15,8	14,2	15,1	8,2	8,3
Livres	20,4	17,6	17,2	16,3	9,6	8,6
PF	23,0	20,9	19,0	19,0	10,0	9,0
PJ	17,4	13,5	15,0	13,0	9,0	8,0
Direcionados	10,9	13,2	9,7	13,4	6,0	8,0
PF	18,5	18,2	13,0	17,0	7,0	9,0
PJ	-0,3	4,9	4,0	7,0	4,0	6,0
Total PF	21,0	19,7	16,4	18,1	8,7	9,0
Total PJ	10,5	10,4	11,2	10,9	7,4	7,3

O saldo do crédito direcionado a pessoas jurídicas foi impactado por maiores níveis de desembolsos do Pronampe e do PEAC, o que motivou a revisão da projeção de crescimento, de 4% para 7% em 2022, e de 4% para 6% em 2023. Permanece a hipótese de que novas contratações destes programas serão financiadas com recursos liberados paulatinamente pela amortização das operações em curso.

Em resumo, as novas projeções do saldo nominal de crédito são marginalmente maiores para 2022 e mantêm o ritmo esperado para 2023 na comparação com as indicadas no Relatório anterior. Em termos de composição, a revisão incorpora expectativa de crescimento maior no crédito direcionado, especialmente no ano corrente, e variação nominal menor no crédito livre, em linha com impactos esperados do aperto monetário. Para 2023, as projeções tanto do segmento livre como do direcionado indicam desaceleração do saldo de crédito em relação a 2022.

Gráfico 1 – Saldo de crédito total

Var. % em 12 meses



Projeções para as contas externas de 2022 e 2023

Desde o último Relatório, houve mudanças pontuais no cenário prospectivo das contas externas, com expectativa de maior *deficit* na conta de transações correntes e maior entrada líquida de investimentos diretos no país (IDP) para o ano de 2022. O aumento da projeção de *deficit* de 2022, para US\$60 bilhões (3,2% do Produto Interno Bruto – PIB), tem como principal fator o aumento na projeção dos gastos com serviços, pela incorporação da revisão metodológica da conta de transportes.¹ Para o IDP, o principal motivo para revisão foi o forte fluxo de empréstimos intercompanhia nos últimos meses. Para 2023, espera-se redução do *deficit* em conta corrente em relação a 2022, para US\$49 bilhões (2,5% do PIB), em decorrência da melhora esperada para o saldo da balança comercial. Apesar das revisões, as projeções continuam indicando cenário favorável para as contas externas, com *deficit* em conta corrente inferior às entradas líquidas de investimento direto.

Tabela 1 – Projeções das contas externas

Discriminação	US\$ bilhões					
	2021	2022	Projeção 2022		Projeção 2023	
	Ano	Jan-Out	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Transações correntes	-46	-44	-47	-60	-36	-49
Balança comercial	36	37	42	41	54	46
Exportações	284	285	331	334	338	328
Importações	248	248	289	293	284	282
Serviços	-27	-33	-29	-39	-33	-36
dos quais: viagens	-2	-6	-8	-7	-11	-11
dos quais: aluguel de equip.	-7	-6	-8	-8	-8	-8
Renda primária	-59	-52	-63	-66	-60	-62
dos quais: juros	-21	-16	-27	-23	-29	-27
dos quais: lucros e dividendos	-38	-36	-36	-43	-31	-35
Investim. passivos	106	106	66	96	70	70
IDP	46	74	70	80	75	75
Inv. Carteira	23	-7	-9	-5	-5	-5
Outros inv. Passivos ¹	36	40	5	21	0	0

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

A projeção das exportações para 2022, que já indicava no Relatório anterior quebra de recorde histórico neste ano, aumentou marginalmente. Essa projeção incorpora resultado mais forte para o volume vendido, com surpresas positivas na exportação de milho e açúcar, e, no sentido contrário, preços menores para a maior parte das *commodities*. O ano deve encerrar com recorde nos valores exportados de importantes itens da pauta, como soja, petróleo, carnes, milho, farelo de soja e óleos combustíveis.

Para as importações, a projeção para 2022 também teve pequeno aumento, o que manteve a expectativa de saldo comercial essencialmente inalterada. Como no caso das exportações, a revisão incorpora projeção maior do volume importado, parcialmente contrabalançada por preços menores, em linha com a queda dos preços de *commodities* e a redução dos gargalos nas cadeias de suprimento.

^{1/} Mais informações sobre revisão nas estatísticas do setor externo estão disponíveis na divulgação da [Nota para imprensa](#).

Na conta de serviços, o maior fator de aumento do *deficit* esperado em 2022 foi a revisão metodológica na conta de serviços de transportes, que passou a capturar o forte aumento nos custos de serviços de transporte decorrentes da pandemia de Covid-19. Apesar do arrefecimento recente dos preços de fretes internacionais de mercadorias, as despesas líquidas com transportes até setembro foram revisadas em US\$8,9 bilhões. Na renda primária, a surpresa nos dados divulgados ensejou aumento na projeção das despesas líquidas com lucros e dividendos. Apesar de crescimento nos resultados dessazonalizados recentes, que podem refletir o aperto das condições financeiras no mundo, o *deficit* na conta de juros segue abaixo do esperado e, por esse motivo, sua projeção foi reduzida para 2022.

Na conta financeira, a projeção do IDP foi revisada para US\$80 bilhões em 2022 (4,3% do PIB) em resposta aos fortes fluxos de operações intercompanhia de investimento reverso nos últimos meses, que se somaram às relevantes entradas em participação de capital. Com isso, a razão entre IDP e PIB dos últimos 12 meses voltou a patamar acima do observado no período pré-pandemia. Como destacado no Relatório anterior, diversos fatores podem estar favorecendo esses fluxos: a melhora da atividade econômica doméstica e da lucratividade das empresas; a retomada de projetos postergados devido à pandemia; e a demanda por investimentos em setores como energia, tecnologia e óleo e gás. Os investimentos em carteira também tiveram revisão positiva para 2022, incorporando especialmente melhora dos fluxos em ações e fundos, conforme resultados de outubro e parciais de novembro.

Gráfico 1 – Transações correntes

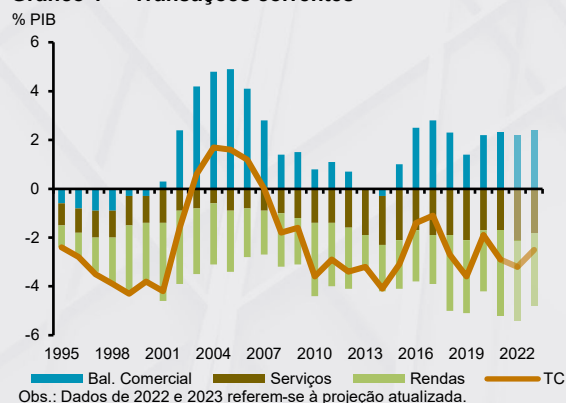
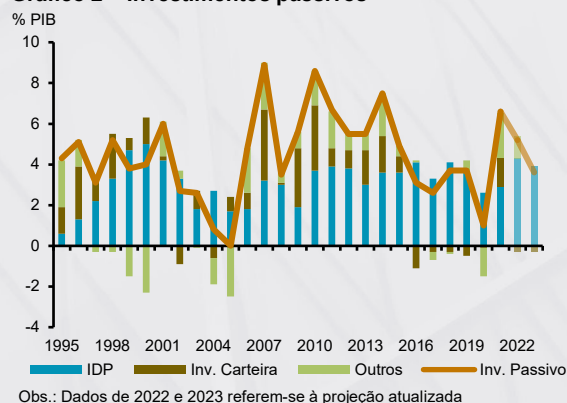


Gráfico 2 – Investimentos passivos



Em termos gerais, as projeções para as contas externas em 2023 têm pequenas mudanças, ainda condicionadas a um cenário de desaceleração da atividade, tanto no Brasil quanto em economias avançadas, em função do ciclo de aperto monetário. Pelo lado das exportações, a expectativa é de valor menor do que anteriormente projetado, devido a preços inferiores em relação ao cenário do Relatório anterior, acompanhando os preços internacionais de *commodities*. Nas importações, o mesmo motivo ensejou a redução da projeção. Dessa forma, mantém-se a expectativa de crescimento do saldo comercial entre 2022 e 2023, embora em ritmo inferior ao esperado no último Relatório, contribuindo para um menor *deficit* em transações correntes em 2023.

A conta de serviços deve registrar *deficit* menor do que em 2022, principalmente devido à normalização de custos de transportes, em parte compensado pelo aumento nos gastos com viagens. Para a conta de renda primária, espera-se aumento nos gastos com juros, refletindo maiores patamares das taxas básicas de juros nos países desenvolvidos. A redução projetada para as despesas líquidas com lucros e dividendos reflete o crescimento econômico menor e a hipótese de acomodação dos preços de *commodities*, com impacto na lucratividade das empresas.

O IDP deve atingir US\$75 bilhões. Apesar do cenário de desaceleração da atividade, permanecem os demais fatores associados aos fluxos positivos observados em 2022. Para os investimentos em carteira, esperam-se novas saídas líquidas, em magnitude similar às de 2022. Apesar do diferencial de juros em patamar atrativo, devem preponderar os efeitos do ciclo de aperto monetário nas economias avançadas sobre a demanda por títulos negociados no mercado doméstico.

Análise da inflação de serviços sob as óticas da ociosidade e da inércia

A inflação de serviços tem sido acompanhada com especial interesse na análise recente da conjuntura econômica. Trata-se do componente da inflação tipicamente mais associado ao grau de ociosidade na economia e à inércia inflacionária, por razões que incluem a relevância dos salários nos custos do setor e o grau de rigidez na fixação de preços. Este boxe avalia a evolução recente da inflação do segmento sob a ótica da influência desses dois fatores. Para tanto, definimos um método de classificação dos componentes da inflação de serviços de acordo com a sensibilidade de cada um a métricas de ociosidade e inércia.¹

A estratégia adotada para essa classificação envolveu estimar, para cada componente da inflação de serviços, regressões com a estrutura abaixo:

$$\pi_{i,t} = \alpha + \beta_i \pi_{t-1} + \gamma_i y_t + \varepsilon_{i,t},$$

em que $\pi_{i,t}$ representa a inflação do componente i , π_{t-1} a inflação passada e y_t uma medida de ociosidade. As regressões também foram estimadas para uma versão ajustada da inflação agregada de serviços,² resultando nos coeficientes β_{serv} e γ_{serv} . Caso $\beta_i > \beta_{serv}$, o componente i da inflação de serviços é classificado como sensível à inflação passada. Caso $\gamma_i > \gamma_{serv}$, o componente i é classificado como sensível ao grau de ociosidade da economia. Nos dois casos, a comparação utiliza as estimativas pontuais. Nesse arcabouço, cada componente pode ser classificado como sensível a ambos, a nenhum, ou apenas a um dos fatores.

Para aumentar a robustez do exercício, foram consideradas quatro especificações alternativas da regressão, variando as métricas de ociosidade (desocupação ou o hiato do modelo agregado do Banco Central) e de inflação (acumulada em doze meses ou em três meses). Maiores detalhes sobre as especificações, amostra e dados encontram-se no anexo deste boxe.

A Tabela 1 mostra as classificações obtidas com cada modelo e, na última coluna, a classificação final considerada na análise. As classificações resultantes de cada modelo foram muito similares entre si e a classificação final considera a mais comum entre as individualmente obtidas.^{3,4} Dos componentes avaliados, 60% foram classificados como sensíveis à inflação passada, e 62% foram classificados como sensíveis à ociosidade na economia. Há componentes classificados como sensíveis a ambos (29%) e componentes que não se mostraram sensíveis a nenhum deles (7%).

1/ Mais precisamente o fator de interesse é a inflação passada. A expressão “inércia” será eventualmente utilizada no texto por simplicidade, mas não deve ser confundida com outras possibilidades de efeitos inerciais, como, por exemplo, a autocorrelação da própria série.

2/ Para o exercício não se usou o total da inflação de serviços. Foram considerados apenas componentes de serviços na estrutura vigente do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), baseada na Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2017/2018. Como alguns componentes não estavam presentes nas estruturas associadas a POFs anteriores, optou-se por imputar dados de componentes semelhantes disponíveis naquela estrutura. Alguns componentes foram descartados, por serem especialmente voláteis (passagem aérea), por não terem correspondente próximo em POFs anteriores (aluguel de veículos e transporte por aplicativo), ou porque foram recentemente afetados por choques exógenos (serviços de telecomunicação). Para mais detalhes, ver anexo. A versão ajustada da inflação de serviços agregada é obtida pela agregação dos componentes considerados na análise, que compreendem 87% dos componentes da inflação de serviços, considerando pesos de outubro de 2022

3/ O grau de semelhança da classificação final com a dos quatro modelos é de 77%, 97%, 94% e 95%. Esta conta soma os pesos dos componentes cuja classificação no modelo foi igual à classificação final, considerando as quatro possíveis combinações de sensibilidade.

4/ Para quatro componentes não houve classificação preponderante entre os modelos. Nos quatro casos, optou-se por adotar a classificação final que indicasse maior sensibilidade ao fator avaliado.

Tabela 1 – Classificação obtida com cada modelo* e final

	M1	M2	M3	M4	Classificação final
Alimentação fora do domicílio	o	i, o	i, o	i, o	i, o
Aluguel residencial	o	o	o	o	o
Condomínio	i	i	i	i	i
Mudança	o	o	i, o	o	o
Mão de obra	i, o	i, o	i, o	i, o	i, o
Consertos e manutenção	i	i	i	i	i
Transporte escolar	i	i	i	i	i
Seguro voluntário de veículo	i	i	i	i	i
Conserto de automóvel	i, o	i, o	i, o	i, o	i, o
Estacionamento	o	o	o	o	o
Pintura de veículo	-	-	-	-	-
Serviços médicos e dentários	-	o	-	o	o
Serviços laboratoriais e hospitalares	-	-	-	-	-
Costureira	-	o	i	o	o
Manicure	o	o	o	o	o
Empregado doméstico	o	o	o	o	o
Cabeleireiro e barbeiro	o	o	o	o	o
Depilação	o	o	o	o	o
Despachante	i	i	i	i	i
Serviço bancário	-	-	-	-	-
Sobrancelha	o	o	o	o	o
Clube	i	i	i	i	i
Tratamento de animais (clínica)	i, o	o	i, o	o	i, o
Casa noturna	o	i	o	-	o
Hospedagem	o	o	o	o	o
Pacote turístico	i, o	i	i, o	i	i, o
Serviço de higiene para animais	o	o	o	o	o
Cinema, teatro e concertos	i	i	i	i	i
Cursos regulares	i	i	i	i	i
Cursos diversos	i	i	-	-	i

Nota: "i": sensível à inércia, "o": sensível à ociosidade, "i,o": sensível tanto à inércia quanto à ociosidade.

* Os modelos (M1, M2, M3 e M4) são definidos no anexo.

De modo geral, as classificações obtidas são as esperadas, dadas as características de cada atividade econômica. Entre os resultados não esperados, comuns neste tipo de exercício, destaca-se o caso de aluguel residencial, que não foi classificado como sensível à inércia. Como discutido em mais detalhes no anexo, entre 1999 e 2005 a inflação de aluguéis foi bastante inferior e não correlacionada à inflação passada, o que explica a classificação obtida.⁵

A Tabela 2 mostra como a classificação proposta neste box se compara com outras segmentações da inflação de serviços, utilizando para isso o índice de similaridade de Jaccard.⁶ Os componentes da inflação subjacente de serviços guardam similaridade mais marcante com os serviços sensíveis à ociosidade ($J=0,57$) do que com os não sensíveis a esse fator ($J=0,25$). Também guardam mais relação com os serviços sensíveis à inércia ($J=0,44$) do que com os não sensíveis a ela ($J=0,37$), embora a diferença seja menor nesse caso. Essas comparações sugerem que a inflação subjacente de serviços é relativamente mais influenciada pela ociosidade do que pela inércia inflacionária, o que corrobora seu apelo para a análise de conjuntura.

5/ Considerando uma amostra começando em julho de 2006 (quando há mudança de POF), aluguéis passam a ser classificados como sensíveis tanto à ociosidade quanto à inflação passada.

6/ Definido como a razão entre o tamanho da interseção e o tamanho da união dos dois conjuntos comparados (i.e., $J = |A \cap B| / |A \cup B|$). Na medição do tamanho são considerados os pesos de outubro de 2022.

Os serviços intensivos em trabalho também têm maior similaridade com os serviços sensíveis à ociosidade ($J=0,26$ ante $J=0$ no caso do grupo complementar) e, curiosamente, pouca similaridade com os serviços sensíveis à inércia ($J=0,03$ ante $J=0,34$ no grupo complementar). Finalmente, os “serviços Covid”⁷ têm similaridade menor com serviços sensíveis à ociosidade do que o grupo complementar ($J=0,22$ ante $J=0,48$).

Tabela 2 – Índice de similaridade de Jaccard entre classificações propostas e usuais

	Ociosidade	Não-ociosidade	Inércia	Não-inércia
Serviços intensivos em trabalho	0,26	0	0,03	0,34
Serviços subjacente	0,57	0,25	0,44	0,37
Serviços ex-subjacente	0,19	0,32	0,29	0,18
Serviços covid	0,22	0,48	0,3	0,34
Serviços não covid	0,59	0,13	0,45	0,24
Serviços não intensivos em trabalho	0,46	0,45	0,68	0,26

Uma forma de se avaliar a influência da inércia e da ociosidade para a evolução da inflação é pela comparação entre a série dos serviços sensíveis ao fator com a série complementar, dos serviços menos sensíveis ao fator. Intuitivamente, se a inércia inflacionária é relevante em determinado período, os serviços mais sensíveis a esse fator deveriam apresentar alta maior que os demais nesta janela temporal. Da mesma forma, se há pressão advinda da demanda agregada em determinado período, os serviços mais sensíveis à ociosidade deveriam apresentar alta maior que os demais.

Os Gráficos 1 a 4 comparam os serviços sensíveis à inércia com o grupo complementar. A diferença mais marcante se deu no início da amostra e é fortemente associada ao comportamento dos aluguéis residenciais, como já mencionado. Desde então as séries mostram comportamento relativamente semelhante, mas nota-se que a desinflação pós-2015 foi um pouco mais lenta no caso dos serviços associados à inércia. Ambos parecem ter sido similarmente afetados pelo choque da pandemia e pelo impacto da reabertura. Na ponta, os serviços sensíveis à inércia acumulam alta mais forte em doze meses (9,3%, ante 8,0% do complementar), o que sugere que o fator inércia teve relevância no aumento da inflação no período. Nas leituras mais recentes, contudo, nota-se que os serviços sensíveis à inércia arrefeceram e que não houve diferença significativa entre eles e os serviços menos sensíveis a esse fator – o que pode ser um sinal incipiente de que o impulso inercial já perdeu alguma força.

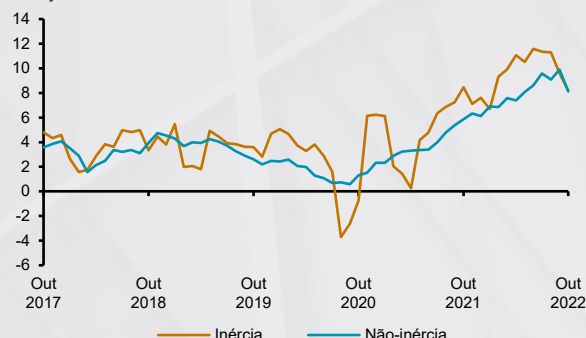
Gráfico 1 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia

Variação % em 12 meses



Gráfico 2 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia

Variação %, MM3M dessazonalizada e anualizada



7/ Ver boxe [Evolução recente da inflação de serviços](#), publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

Gráfico 3 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia

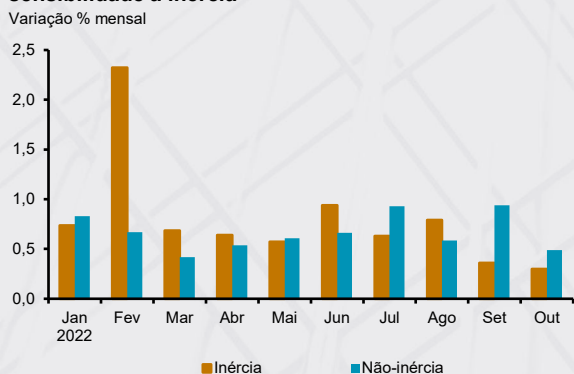
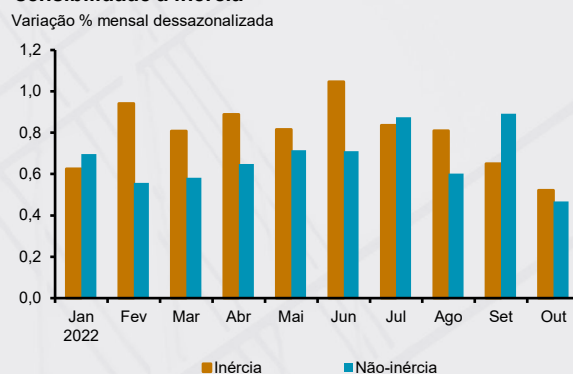


Gráfico 4 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia



Os Gráficos 5 a 8 comparam os serviços sensíveis à ociosidade com os demais. Desta vez, a diferença mais marcante ocorreu entre 2006 e 2015, período em sua maior parte marcado por hiato do produto positivo e desocupação em queda. Na recessão de 2015-2016 e no período seguinte, caracterizado por recuperação modesta da atividade, os serviços mais ligados à ociosidade registraram variação mais baixa que os demais, apontando para a relevância do alto grau de ociosidade para a contenção da inflação nesse período. Durante a pandemia, os serviços sensíveis à ociosidade foram menos afetados que os demais. Na ponta, os serviços sensíveis à ociosidade apresentam variação acumulada em doze meses menor que a do seu complementar (8,3% ante 9,6%), sugerindo que no período recente o grau de ociosidade da economia teria colaborado para mitigar o aumento da inflação. Esse resultado alinha-se com a estimativa de hiato do produto segundo modelo agregado de pequeno porte do BC⁸, que aponta hiato em terreno negativo (ainda que mais próximo do zero do que no período entre 2015 e 2019). Assim, o resultado pode ser interpretado como evidência indireta de que, pelo menos até recentemente, a economia operava com algum grau de ociosidade.

Gráfico 5 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à ociosidade

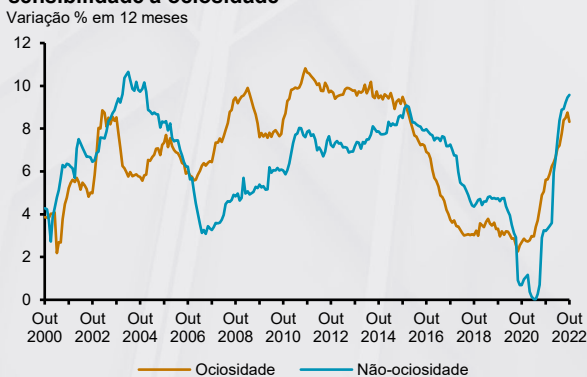


Gráfico 6 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à ociosidade

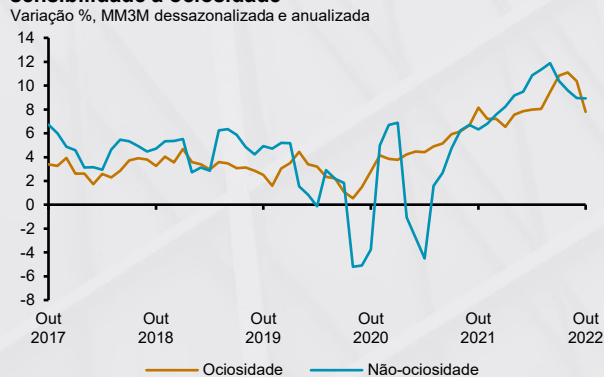


Gráfico 7 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à ociosidade

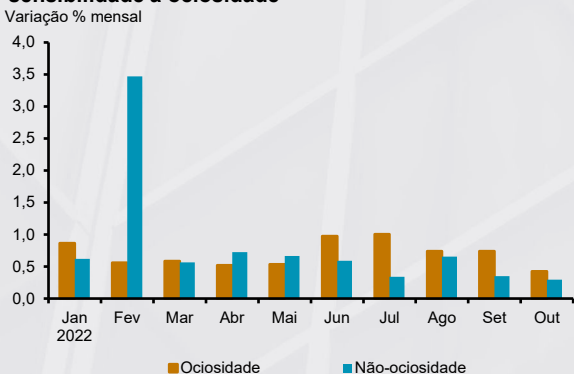
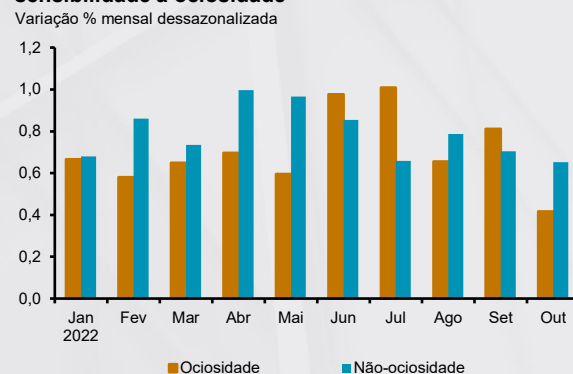


Gráfico 8 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à ociosidade



8/ Ver boxe [Revisão do modelo agregado de pequeno porte](#), publicado no Relatório de Inflação de dezembro de 2021.

ANEXO

Para a classificação optou-se por modelos parcimoniosos, contendo apenas a inflação passada e a ociosidade como variáveis explicativas. Foram consideradas duas medidas de ociosidade (hiato do modelo agregado de pequeno porte do BC e taxa de desocupação) e duas medidas de inflação (acumulada em doze meses ou acumulada em três meses). A combinação dessas possibilidades resulta em quatro modelos, que são:

$$(M1) \quad \pi_{i,t}^{(12)} = \alpha_i + \beta_i \text{IPCA12M}_{t-4} + \gamma_i \text{MA}(\text{hiato}_t, 4) + \varepsilon_{i,t}$$

$$(M2) \quad \pi_{i,t}^{(12)} = \alpha_i + \beta_i \text{IPCA12M}_{t-4} + \gamma_i \text{MA}(-\text{desocupa\c{c}\~{a}o}_t, 4) + \varepsilon_{i,t}$$

$$(M3) \quad \pi_{i,t}^{(3)} = \alpha_i + \beta_i \text{IPCA12M}_{t-1} + \gamma_i \text{MA}(\text{hiato}_t, 2) + S_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$(M4) \quad \pi_{i,t}^{(3)} = \alpha_i + \beta_i \text{IPCA12M}_{t-1} + \gamma_i \text{MA}(-\text{desocupa\c{c}\~{a}o}_t, 2) + S_t + \varepsilon_{i,t}$$

Nessas equações, $\pi_{i,t}^{(12)}$ e $\pi_{i,t}^{(3)}$ representam, respectivamente, a inflação acumulada em doze meses e em três meses do componente i da inflação de serviços, no trimestre t . IPCA12M_t representa a inflação cheia acumulada em doze meses, hiato_t representa o hiato do produto obtido com uso do modelo agregado do Banco Central do Brasil, e $\text{desocupa\c{c}\~{a}o}_t$ é a taxa de desocupação (que entra no modelo com sinal invertido, para padronização do sinal dos coeficientes γ). $\text{MA}(\cdot, x)$ representa o operador média móvel, dentro do qual x é o número de períodos considerados na média. S_t representa *dummies* de trimestre para controlar a sazonalidade e $\varepsilon_{i,t}$ denota o termo de erro.

Em todos os casos, a estimação contemplou dados trimestrais. Nos modelos com hiato do produto, a amostra começa em 2003:4. Nos modelos com desocupação, em 2000:3.⁹ Nos dois casos, optou-se por parar a amostra em 2019:4. A escolha se dá porque o período marcado pela pandemia envolveu choques peculiares significativos sobre a inflação de serviços, que poderiam distorcer a classificação. Além disso, dado o objetivo de avaliar o comportamento da inflação na ponta, optou-se por fazer com que a própria classificação em nada se baseasse nos dados recentes (i.e., avaliação fora da amostra de estimação/classificação).

A classificação foi construída em cima da estrutura vigente do IPCA, baseada na POF 2017/2018. Alguns componentes que aparecem nessa estrutura não aparecem em estruturas anteriores, e nesse caso optou-se por imputar dados de componentes semelhantes que constavam nas respectivas estruturas. A Tabela A.1 apresenta quais imputações foram aplicadas.

Tabela A.1 – Componentes substitutos utilizados

POF 2017/2018	POF 1995/1996	POF 2002/2003	POF 2008/2009
2103042.Mão de obra	7101010.Empregado doméstico	-	-
7101011.Cabeleireiro e barbeiro	7101009.Cabeleireiro	7101009.Cabeleireiro	7101009.Cabeleireiro
7101144.Sobrancelha	7101009.Cabeleireiro	7101009.Cabeleireiro	7101009.Cabeleireiro
7201015.Tratamento de animais (clínica)	7101009.Cabeleireiro	7201018.Compra e tratamento de animais	7201018.Tratamento de animais
7201256.Serviço de higiene para animais	7101009.Cabeleireiro	7101009.Cabeleireiro	7101009.Cabeleireiro
7201266.Cinema, teatro e concertos	7201001.Cinema	7201001.Cinema	7201001.Cinema
8104.Cursos diversos	8101014.Cursos diversos	-	-

Nota: "-" significa que não houve necessidade de imputação.

9/ O período mencionado se refere à disponibilidade dos dados brutos. Como os modelos utilizam média móvel das variáveis, o tamanho da amostra é um pouco menor. Para a taxa de desocupação se usa uma versão retropolada estimada de acordo com a metodologia de Alves, S. A. L. e Fasolo, A. M., *Not Just Another Mixed Frequency Paper*, Banco Central do Brasil (2015), Working Paper n. 400.

Os Gráficos A.1 a A.4 ilustram a classificação obtida a partir de cada modelo. Nos eixos estão os coeficientes estimados e as linhas horizontais e verticais representam os limiares de classificação, que são baseados nos coeficientes da inflação de serviços ajustada.

Gráfico A.1 – Coeficientes do M1

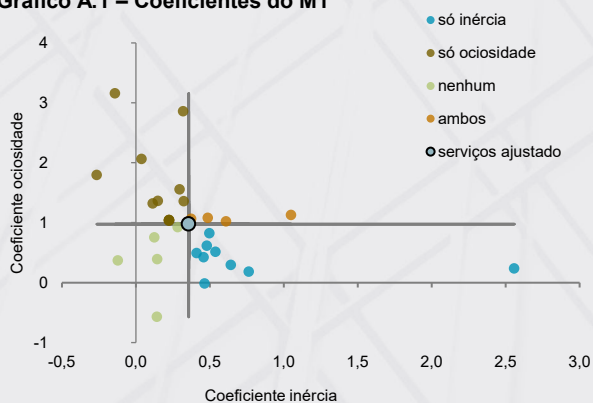


Gráfico A.2 – Coeficientes do M2

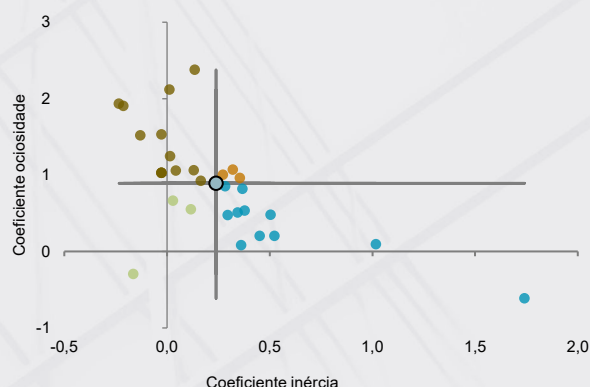


Gráfico A.3 – Coeficientes do M3

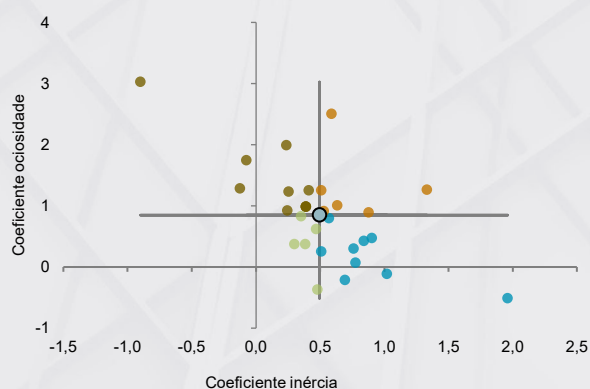
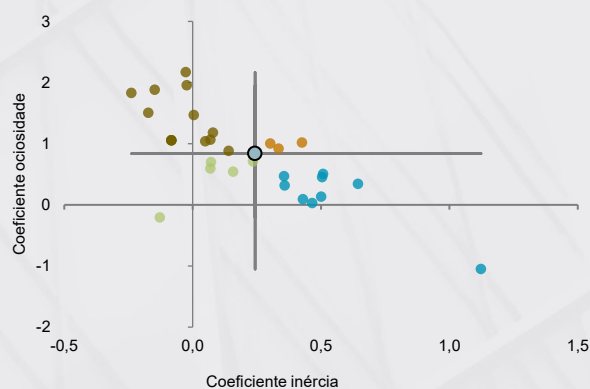


Gráfico A.4 – Coeficientes do M4



Os mesmos modelos utilizados para a classificação foram usados em seguida para avaliar as agregações resultantes (Tabela A.2). Como esperado, os serviços sensíveis à ociosidade apresentam maior coeficiente em relação ao hiato ou à desocupação, enquanto os serviços sensíveis à inflação passada têm maior coeficiente em relação a defasagens do IPCA. A diferença é significativa em comparação às respectivas agregações complementares.

Aluguel residencial foi classificado como sensível à ociosidade, mas não como sensível à inflação passada. O Gráfico A.5 mostra que isso ocorre porque no final dos anos 1990 e início dos anos 2000, quando a inflação se mostrou elevada, aluguéis residenciais apresentaram alta modesta ou mesmo queda, de acordo com diferentes índices de preços. Os modelos interpretam esse episódio como evidência de que aluguéis não respondem tanto à inflação passada, ao contrário do que analistas normalmente consideram aprioristicamente. Contudo, caso esse período seja descartado da amostra, aluguel residencial passa a ser classificado como sensível à inflação passada. Como aluguel residencial é um componente de peso elevado, sua classificação faz diferença na análise. Os Gráficos A.6 a A.9 mostram como ficariam os Gráficos 1 a 4, do boxe, caso tivesse sido feita a opção por classificar aluguel como sensível à inflação passada. Na ponta, as conclusões se mantêm relativamente inalteradas, mas com maior diferença no acumulado em doze meses entre os serviços sensíveis à inércia e os demais serviços.

Tabela A.2 – Classificação obtida com cada modelo e final

	Inflação passada		Ociosidade		R ² ajustado	Tamanho da amostra
	Coefficiente	Erro padrão	Coefficiente	Erro padrão		
M1						
Ociosidade	0,24***	(0,08)	1,21***	(0,11)	0,67	62
Não ociosidade	0,60***	(0,07)	0,31***	(0,09)	0,6	62
Inércia	0,49***	(0,06)	0,91***	(0,08)	0,72	62
Não inércia	0,17*	(0,09)	1,06***	(0,12)	0,56	62
Serviços ajustado	0,36***	(0,06)	0,98***	(0,09)	0,7	62
M2						
Ociosidade	0,13***	(0,04)	1,14***	(0,06)	0,84	74
Não ociosidade	0,49***	(0,05)	0,21***	(0,07)	0,6	74
Inércia	0,39***	(0,05)	0,73***	(0,07)	0,65	74
Não inércia	0,02	(0,05)	1,12***	(0,07)	0,78	74
Serviços ajustado	0,24***	(0,04)	0,89***	(0,05)	0,8	74
M3						
Ociosidade	0,39***	(0,11)	1,12***	(0,13)	0,65	64
Não ociosidade	0,72***	(0,13)	0,12	(0,15)	0,92	64
Inércia	0,63***	(0,09)	0,75***	(0,1)	0,9	64
Não inércia	0,30**	(0,14)	0,98***	(0,16)	0,46	64
Serviços ajustado	0,50***	(0,09)	0,85***	(0,1)	0,84	64
M4						
Ociosidade	0,16**	(0,08)	1,11***	(0,12)	0,59	77
Não ociosidade	0,43***	(0,08)	0,11	(0,13)	0,91	77
Inércia	0,40***	(0,07)	0,66***	(0,11)	0,81	77
Não inércia	0,02	(0,08)	1,10***	(0,13)	0,52	77
Serviços ajustado	0,24***	(0,06)	0,84***	(0,1)	0,75	77

* p<0,1, ** p<0,05, *** p<0,01

Gráfico A.5 – Variação dos aluguéis e inflação

Variação % em doze meses

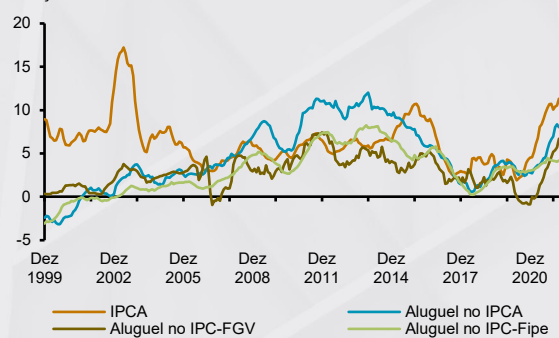


Gráfico A.6 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia, c/ aluguéis sensíveis

Variação % em 12 meses

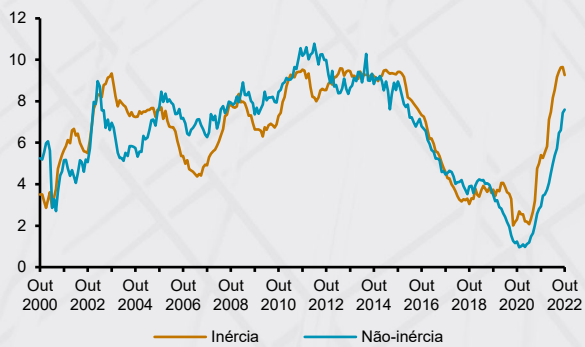


Gráfico A.7 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia, c/ aluguéis sensíveis

Variação % MM3M dessazonalizada e anualizada



Gráfico A.8 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia, c/ aluguéis sensíveis

Variação % mensal

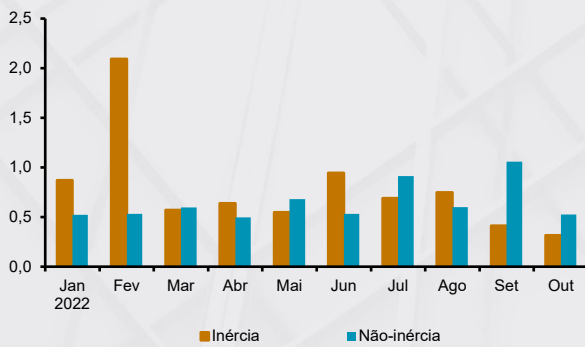
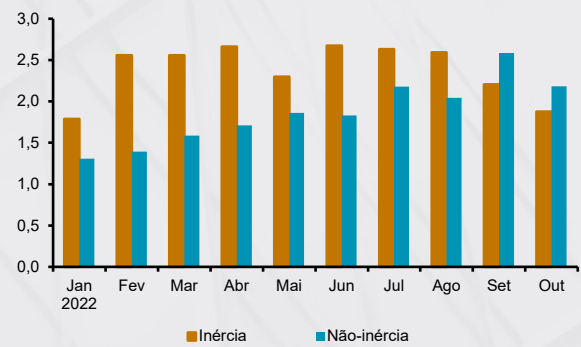


Gráfico A.9 – Inflação de serviços, segmentada por sensibilidade à inércia, c/ aluguéis sensíveis

Variação % mensal dessazonalizada



Perspectivas para a inflação

2

Este capítulo do Relatório de Inflação analisa as perspectivas para a inflação até 2025, cobrindo, portanto, a totalidade dos anos-calendário para os quais há definição das metas para a inflação, por parte do CMN, considerando a data de corte deste documento.

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 BC, e da taxa de câmbio baseada na teoria da PPC.³⁰

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 251ª reunião do Copom, realizada em 6 e 7.12.2022. Para os condicionantes utilizados nas projeções, em especial os advindos da pesquisa Focus, a data de corte é 2.12.2022, a menos de indicação contrária.

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

2.1 Revisões e projeções de curto prazo

Tabela 2.1.1 – IPCA – Surpresa inflacionária

	2022					Variação %
	Set	Out	Nov	No trim.	12 meses até nov	
	Cenário do Copom ^{1/}	-0,21	0,36	0,39	0,54	5,72
IPCA observado	-0,29	0,59	0,41	0,71	5,90	
Surpresa (p.p.)	-0,08	0,23	0,02	0,17	0,18	

Fontes: IBGE e BC

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

A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, voltou a surpreender para cima no trimestre encerrado em novembro. O indicador se revelou 0,17 p.p. mais alto do que o antecipado pelo Copom em seu cenário de referência no RI anterior (Tabela 2.1.1).³¹ Em comparação à mediana das projeções de mercado, a inflação se mostrou um pouco menor.³²

Dois fatores tiveram contribuição primordial para a surpresa altista. Primeiro, não se concretizou parte da redução esperada nas tarifas de energia elétrica residencial, decorrente da retirada de itens da base de cálculo do seu ICMS.³³ Esse fator contribuiu com mais de dois terços da surpresa. Segundo, houve alta substancial nos preços de alimentos *in natura*, associada a chuvas mais fortes e mais cedo do que o esperado. Bens industriais tiveram variação ligeiramente acima do projetado, com surpresas altistas em vestuário, higiene pessoal e etanol, compensadas parcialmente pelas surpresas baixistas disseminadas nos demais componentes. Por outro lado, a inflação de serviços se mostrou significativamente menor que o esperado, com destaque para a dinâmica mais favorável de seu componente subjacente. Portanto, a composição da surpresa sugere um quadro menos desfavorável do que o indicado por sua magnitude.

Tabela 2.1.2 – IPCA – Projeção de curto prazo

	2022						2023		Variação %
	Nov	Dez	Jan	Fev	No trim.	12 meses até fev			
	Cenário do Copom ^{1/}	0,54	0,70	0,82	0,88	2,42	6,16		

Fontes: IBGE e BC

1/ Cenário na data de corte.

As projeções de curto prazo no cenário de referência do Copom consideram variações de 0,54% no mês de novembro e de 2,42% no trimestre encerrado em fevereiro (Tabela 2.1.2). Nesse cenário, a inflação acumulada em doze meses recua de 6,47% em outubro para 6,16% em fevereiro.

Esse cenário considera a reversão dos cortes de impostos federais sobre gasolina, diesel e etanol, que têm vigência até o final do ano, além do fim do uso da média móvel de 60 meses dos preços no cálculo da base do ICMS sobre combustíveis. Foram

31/ Para maior transparência, o IPCA de novembro foi incorporado nesta seção no cômputo da surpresa inflacionária do trimestre (primeiro parágrafo e Tabela 2.1.1), apesar de sua divulgação ter ocorrido após a data de corte deste Relatório de Inflação e após a reunião do Copom. O restante desta seção – comentário analítico sobre a surpresa inflacionária e projeções – e as demais seções do Capítulo usaram apenas as informações disponíveis na data de corte. Naquela data, a projeção do Copom para o IPCA de novembro era 0,54%, enquanto a mediana das projeções do Focus era 0,53%.

32/ A mediana da inflação acumulada em setembro, outubro e novembro projetada pelos participantes do Focus em 16.9.2022 foi 0,79%. Os percentis 10 e 90 da distribuição foram 0,47% e 1,35%, respectivamente.

33/ A Lei Complementar 192 determinou a retirada das tarifas de transmissão e distribuição e dos encargos setoriais da base de cálculo do ICMS sobre a energia elétrica. Houve contestação judicial dessa medida por parte de alguns estados e ainda não está firmada uma decisão sobre a matéria.

mantidos, nesse cenário, os cortes de impostos que têm natureza permanente, conforme a legislação em vigor na data de corte deste Relatório. Isso inclui a manutenção das alíquotas de ICMS reduzidas sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações e a retirada das tarifas de transmissão e distribuição e de encargos setoriais da base de cálculo do ICMS sobre a energia elétrica. Como a mudança na base de cálculo da energia elétrica não se concretizou plenamente até o momento, o cenário contempla que o impacto restante ocorrerá no início de 2023. O cenário de referência também considera queda no preço da gasolina ao produtor, refletindo o recente recuo da cotação internacional do combustível. O impacto ao consumidor projetado está concentrado em janeiro, mitigando parcialmente a reversão de impostos federais e a alteração na base de cálculo do ICMS sobre combustíveis.

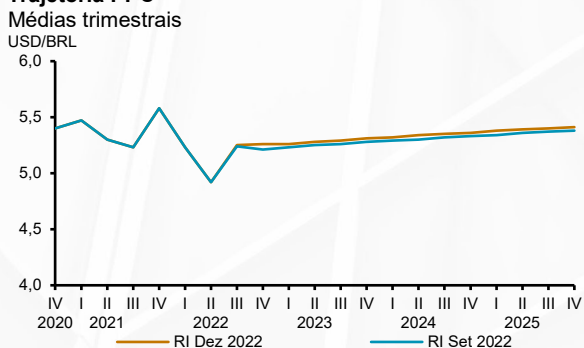
Além do impacto tributário sobre combustíveis, a inflação mais elevada prevista para o trimestre encerrado em fevereiro também reflete o padrão sazonal, que tipicamente implica altas mais fortes de alimentos *in natura* e reajustes de mensalidades escolares e de tarifas de transporte público. Para bens industriais e serviços, o cenário contempla gradual arrefecimento. Contudo, no trimestre até fevereiro de 2023, a média dos núcleos de inflação ainda deve permanecer acima do patamar compatível com o limite superior do intervalo em torno da meta de inflação.

2.2 Projeções condicionais

Condicionantes

Os cenários para a inflação considerados são construídos utilizando vários condicionantes. A taxa de câmbio parte de USD/BRL 5,25³⁴, 1% superior ao valor considerado no Relatório anterior, de USD/BRL 5,20, e segue trajetória de acordo com a PPC³⁵ (Gráfico 2.2.1). As médias consideradas nos últimos trimestres de 2022, 2023, 2024 e 2025 são de USD/BRL 5,26, USD/BRL 5,31, USD/BRL 5,36 e USD/BRL 5,41, respectivamente.

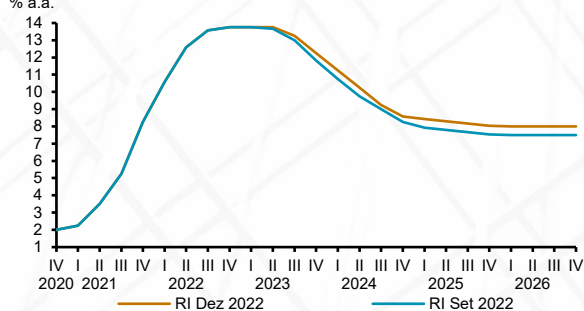
Gráfico 2.2.1 – Taxa de câmbio utilizada nas projeções – Trajetória PPC



34/ 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.

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

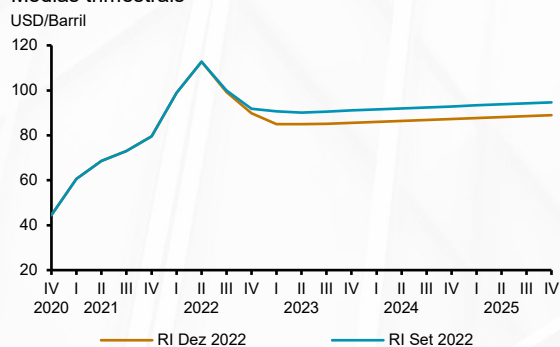
Gráfico 2.2.2 – Meta da taxa Selic utilizada nas projeções – Expectativas da pesquisa Focus
Médias trimestrais
% a.a.



No caso da taxa Selic, a mediana das expectativas extraídas da pesquisa Focus de 2.12.2022 foi de estabilidade em 13,75% a.a. até a reunião de agosto de 2023, quando entra em trajetória descendente (Gráfico 2.2.2). Nessa trajetória, a taxa Selic chega ao final de 2023, 2024, 2025 e 2026 em 11,75%, 8,50%, 8,00% e 8,00%, respectivamente.³⁶ Na comparação com a pesquisa utilizada no Relatório anterior, realizada em 16.9.2022, a taxa Selic utilizada é mais alta a partir de junho de 2023.

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, consideraram-se várias trajetórias para o resultado primário do governo central corrigido pelo ciclo econômico e por *outliers*, no acumulado em doze meses, incluindo trajetória onde esse resultado reduz-se ao longo de 2023 e apresenta relativa estabilidade no período subsequente. A taxa de juros real neutra utilizada nas projeções é de 4,0% a.a. no horizonte considerado.³⁷ Os cenários também incorporam o fenômeno *La Niña* nas projeções. Em termos de bandeira tarifária de energia elétrica, utiliza-se a hipótese de bandeira tarifária verde em dezembro de 2022 e amarela em dezembro de 2023, de 2024 e de 2025.

Gráfico 2.2.3 – Preço do petróleo Brent
Médias trimestrais
USD/Barril



Fontes: Bloomberg e BC

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. Utiliza-se a hipótese de que o preço do petróleo segue aproximadamente a curva futura de mercado pelos próximos seis meses, chegando a cerca de US\$85/barril, e passa a aumentar 2% ao ano a partir de então (Gráfico 2.2.3). O preço do petróleo oscilou ao longo do trimestre, mas chegou, na data de corte deste Relatório, a valores inferiores aos do Relatório anterior. Na comparação com o Relatório anterior, o preço do petróleo médio considerado para o primeiro trimestre de 2023 é 6,3% inferior, mais do que compensando a diferença da taxa de câmbio. Por outro lado, ressalta-se que o cenário de referência considera a reversão dos cortes de impostos federais sobre gasolina, diesel e etanol em 2023.³⁸

36/ 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 2025 depende também da trajetória da Selic ao longo de 2026. 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.

37/ 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.

38/ Ver a Seção 2.1 deste Capítulo.

As projeções avaliadas pelo Copom dependem de considerações sobre a evolução das políticas fiscal e parafiscal e de seu arranjo institucional, 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

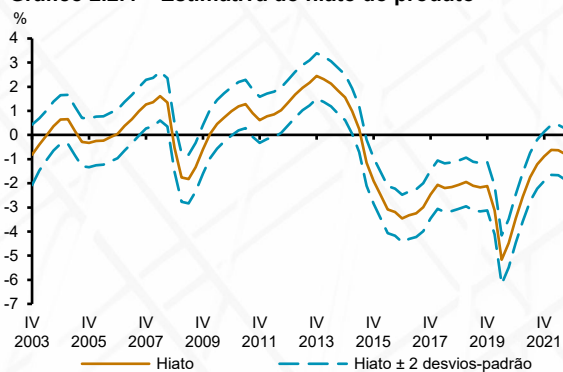
Os preços de *commodities*, depois de atingirem pico entre o final do primeiro trimestre e o segundo trimestre do ano, impulsionados principalmente pela guerra na Ucrânia, apresentaram recuo no terceiro trimestre do ano e oscilaram ao longo do quarto trimestre (até a data de corte deste Relatório), com predomínio de elevação de metálicas, queda de energéticas e acomodação de agropecuárias. Quando se compara a média considerada para o quarto trimestre de 2022 com a média do trimestre anterior, verifica-se queda do IC-Br medido em dólares de 4,1%. O aperto da política monetária nas economias avançadas e a perspectiva de desaceleração econômica global têm funcionado como importante limitador para os preços de *commodities*.

Os índices de preços do terceiro trimestre de 2022 foram afetados de forma significativa pela redução de impostos sobre combustíveis, energia e comunicação. Essas medidas levaram ao registro de deflação em julho, agosto e setembro, este último mês também auxiliado pela redução dos preços em alimentação no domicílio. Esse movimento acelerou a queda na inflação acumulada em doze meses. Em outubro, a inflação veio maior que a esperada, mas mesmo assim a inflação acumulada em doze meses teve nova queda.

O hiato do produto é uma variável não observável, sujeita a elevada incerteza na sua mensuração, e é medido pelo BC por meio de diferentes metodologias. Este Relatório apresenta o hiato estimado segundo metodologia baseada em estimação de modelo bayesiano.³⁹ Nessa estimativa, o hiato do produto é uma variável não observável, cuja trajetória incorpora informação de quatro variáveis de atividade

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

Gráfico 2.2.4 – Estimativa do hiato do produto



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

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 Fundação Getúlio Vargas (FGV), a taxa de desocupação medida pelo IBGE e o estoque de empregos formais medido pelo Novo Caged do MTP.⁴⁰ 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, que vinha em trajetória de fechamento, inicia movimento de abertura no segundo semestre de 2022 (Gráfico 2.2.4). O hiato do produto é estimado em -0,8% e -1,1% no terceiro e quarto trimestres de 2022, respectivamente⁴¹, ante os valores de -1,2% e -1,6%, respectivamente, utilizados no Relatório anterior. A revisão de dados passados e a evolução mais positiva do que o esperado de algumas variáveis de atividade doméstica contribuíram para a estimativa de um hiato mais fechado. Ressalta-se que, em virtude da elevada incerteza existente nas estimativas do hiato do produto, o Copom avalia projeções com diferentes estimativas e cenários para essa variável.

O PIB cresceu 0,4% no terceiro trimestre de 2022, na comparação com o trimestre anterior, ajustado sazonalmente, inferior ao crescimento do segundo trimestre, de 1,0%. A projeção de crescimento do PIB em 2022 aumentou de 2,7% para 2,9%.⁴² O mercado de trabalho segue se recuperando, mas em menor ritmo do que nos meses anteriores. A taxa de desocupação continuou sua trajetória de declínio iniciada no começo de 2021, alcançando valores na casa de 8%, inferior aos níveis vigentes antes da pandemia, quando estava em torno de 11,7%, e à média histórica, que se encontra na casa de 9%. Por outro lado, o movimento mais recente de queda na taxa de desocupação tem refletido principalmente redução na taxa de participação e não aumentos na população ocupada. No mesmo sentido, as contratações líquidas medidas pelo Novo Caged continuam no campo positivo, mas em ritmo inferior ao verificado nos últimos dois anos. O Nuci, depois de atingir, durante o terceiro trimestre do ano, os maiores valores desde 2014, teve queda, passando de média de 82,0% no trimestre encerrado

40/ Utilizam-se séries ajustadas sazonalmente.

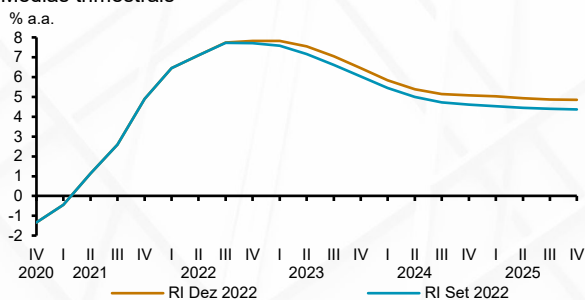
41/ Para o quarto trimestre de 2022, utilizaram-se projeções das variáveis de atividade quando os dados não estavam disponíveis.

42/ Ver o boxe “Projeções para a evolução do PIB em 2022 e 2023”, deste Relatório.

em agosto para média de 80,4% no trimestre findo em novembro, ambos com ajuste sazonal.

O hiato do produto projetado é de -1,8% para o último trimestre de 2023, portanto, mais aberto que o nível estimado para o trimestre corrente, mas um pouco mais fechado do que o projetado no Relatório anterior, em -2,1%. Após esse período, o hiato inicia trajetória de estreitamento. O principal fator para esse comportamento é o movimento verificado da taxa Selic (elevação total de 11,75 p.p., ocorrida desde a reunião de março de 2021 até a de agosto 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.

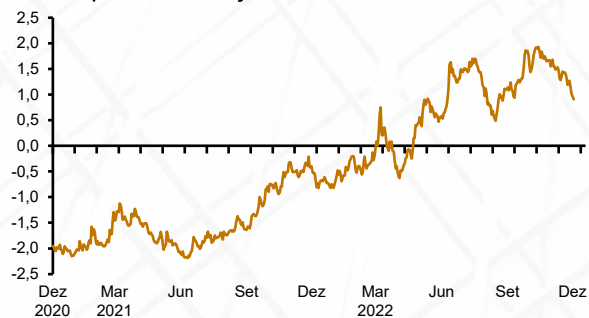
A taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas extraídas da pesquisa Focus e medidas em termos de médias trimestrais, subiu na comparação com o Relatório anterior (Gráfico 2.2.5). Os valores refletem o crescimento da trajetória da Selic nominal (Gráfico 2.2.2), mais do que compensando a elevação das expectativas de inflação ocorrida para 2023. Nessa métrica, depois de ter atingido vale de -1,3% a.a. no último trimestre de 2020, a taxa de juros real entrou em trajetória rapidamente ascendente, alcançando valor máximo de 7,8% no quarto trimestre de 2022 e primeiro de 2023, ante pico de 7,7% no Relatório anterior. Depois, entra em queda, atingindo 6,4% ao final de 2023, 5,1% ao final de 2024 e 4,9% ao final de 2025, acima ainda da taxa real neutra considerada, de 4,0%, e cerca de 0,4-0,5 p.p. acima da taxa de juros real utilizada no Relatório anterior.

Considerando o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), produzido pela FGV, a incerteza teve queda em setembro e pequeno aumento em outubro e novembro. O comportamento da incerteza deve depender tanto de variáveis externas, como a volatilidade nos mercados internacionais, quanto de variáveis domésticas, como a trajetória de variáveis fiscais, incluindo o gasto público, o resultado primário e a dívida pública.

As condições financeiras oscilaram desde o Relatório anterior, como medido pelo Indicador de Condições Financeiras (ICF), calculado pelo BC (Gráficos 2.2.6 e 2.2.7).⁴³ O ICF subiu em outubro e recuou em novembro e início de dezembro (valor médio até o

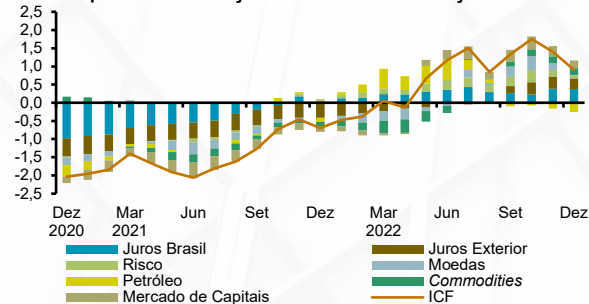
43/ Por construção, o ICF é uma medida adimensional, com média zero e variância unitária na amostra considerada desde janeiro de 2006. Para descrição da metodologia empregada no cálculo do ICF, ver boxe "Indicador de Condições Financeiras", do Relatório de março de 2020.

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: 3.9.2020–02.12.2022.

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 dez/2022 refere-se à média até o dia 2.

dia 2), terminando um pouco menos restritivo do que em setembro. Para as condições financeiras mais restritivas em outubro, contribuíram principalmente fatores externos, como a elevação das taxas de juros futuras nos EUA e em outros países avançados e a valorização do dólar a nível internacional, além do aumento do risco país.⁴⁴ As condições menos restritivas em novembro e início de dezembro também foram impulsionadas por fatores externos, como a queda do *Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX)*, a depreciação do dólar a nível internacional, a redução do preço do petróleo, o aumento de preço das *commodities* metálicas e a valorização nas bolsas de valores de países avançados e emergentes, além da queda do risco país. Por outro lado, atuaram no sentido de condições mais restritivas variáveis domésticas, como a elevação das taxas de juros futuras no Brasil e a queda na bolsa de valores doméstica. Apesar das oscilações observadas dentro do trimestre, o ICF se encontra ainda em patamares historicamente elevados, os maiores desde o início de 2016. 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.

A mediana das expectativas de inflação coletadas na pesquisa Focus, quando comparada com a do Relatório anterior, caiu para 2022 (de 6,00% para 5,92%), se elevou para 2023 (de 5,01% para 5,08%) e ficou estável para 2024 e 2025 (em 3,50% e 3,00%, respectivamente).

Projeções de inflação

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

44/ Para uma decomposição do ICF em fatores externos e domésticos, ver o box “Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em Fatores Domésticos e Externos”, deste Relatório.

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 setembro	RI de dezembro	Diferença (p.p.)
2022	IV	3,50	5,8	6,0	0,2
2023	I		4,9	5,0	0,1
2023	II		3,7	3,9	0,2
2023	III		5,5	5,9	0,4
2023	IV	3,25	4,6	5,0	0,4
2024	I		3,5	3,6	0,1
2024	II		3,1	3,3	0,2
2024	III		3,0	3,1	0,1
2024	IV	3,00	2,8	3,0	0,2
2025	I		2,8	2,9	0,1
2025	II		2,8	2,9	0,1
2025	III		2,8	2,9	0,1
2025	IV	3,00	2,8	2,8	0,0

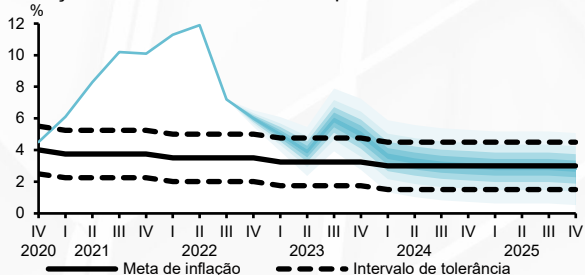
Tabela 2.2.2 – Projeção de inflação e intervalos de probabilidade – Cenário com Selic Focus e câmbio PPC

Variação do IPCA acumulada em quatro trimestres

Ano	Trim.	50%	30%	10%	Central			
2022	IV	5,8	5,9	6,0	6,0	6,0	6,1	6,2
2023	I	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,3	5,5
2023	II	3,3	3,5	3,8	3,9	4,0	4,3	4,5
2023	III	5,1	5,4	5,8	5,9	6,1	6,4	6,7
2023	IV	4,1	4,5	4,8	5,0	5,2	5,5	5,9
2024	I	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,1	4,5
2024	II	2,4	2,8	3,1	3,3	3,5	3,8	4,2
2024	III	2,2	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	4,0
2024	IV	2,1	2,5	2,8	3,0	3,2	3,5	3,9
2025	I	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,4	3,8
2025	II	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,4	3,8
2025	III	2,0	2,4	2,7	2,9	3,1	3,4	3,8
2025	IV	1,9	2,3	2,6	2,8	3,0	3,3	3,7

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.

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, depois de atingir pico de 11,9% no segundo trimestre de 2022, cai de forma significativa nos trimestres seguintes, chegando em 6,0% 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 5,0% em 2023, 3,0% em 2024 e 2,8% em 2025, diante de metas para a inflação de 3,25%, 3,00% e 3,00%, respectivamente (Tabelas 2.2.1 e 2.2.2 e Gráfico 2.2.8).

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, a probabilidade próxima de 100% de a inflação ficar acima do limite superior em 2022 e de cerca de 57% em 2023.

Na comparação com o Relatório de Inflação anterior, no cenário de referência, as projeções de inflação aumentaram para 2022, 2023 e 2024 e se mantiveram para 2025.

Quando se consideram os valores intra-anuais, destaca-se a elevada oscilação das projeções relacionada à inclusão ou não do terceiro trimestre de 2022 e do primeiro trimestre de 2023. Esses trimestres concentram a maioria dos efeitos diretos, de redução e de aumento da inflação das medidas tributárias sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações.

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

Principais fatores de revisão para cima:

- surpresa inflacionária de curto prazo e revisão de projeções de curto prazo; e
- estimativa de hiato do produto mais fechado.

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	1	4,75	57
2024	1,50	14	4,50	14
2025	1,50	17	4,50	11

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

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

Ano	IPCA	IPCA Livres	IPCA Administrados
2022	6,0	9,6	-3,6
2023	5,0	3,7	9,1
2024	3,0	2,6	4,2
2025	2,8	2,7	3,2

Principais fatores de revisão para baixo:

- queda no preço de *commodities*, especialmente petróleo;
- trajetória mais elevada da taxa Selic da pesquisa Focus; e
- comportamento da incerteza econômica, medida pelo IIE-Br, em valores superiores aos considerados nas projeções.

Quando se consideram os grupos de preços livres e administrados (Tabela 2.2.4), destacam-se a elevação nas projeções para a inflação de preços livres em 2023 (de 3,1% para 3,7%) e, no caso dos preços administrados, a menor deflação esperada em 2022 (de -4,0% para -3,6%), a redução das projeções para 2023 (de 9,3% para 9,1%) e o aumento das projeções para 2024 (de 3,7% para 4,2%).

Na comparação com as projeções de inflação da reunião do Copom em outubro (250ª reunião), houve aumento de 0,2 p.p. para 2022 e 2023 e de 0,1 p.p. para 2024 (ver Ata da 250ª reunião). Os fatores principais foram similares aos apontados na comparação com as projeções do Relatório anterior.

2.3 Condução da política monetária e balanço de riscos

O ambiente externo mantém-se adverso e volátil, marcado pela perspectiva de crescimento global abaixo do potencial no próximo ano, alta volatilidade nos ativos financeiros e um ambiente inflacionário ainda pressionado. A política monetária nos países avançados em direção a taxas restritivas e a maior sensibilidade dos mercados a fundamentos fiscais requerem maior cuidado por parte de países emergentes.

Em relação à atividade econômica brasileira, a divulgação do PIB apontou ritmo de crescimento mais moderado no terceiro trimestre. O conjunto dos indicadores mais recentes corrobora o cenário de desaceleração esperado pelo Copom.

Apesar da queda recente, especialmente em itens voláteis e afetados por medidas tributárias, a inflação ao consumidor continua elevada.

As diversas medidas de inflação subjacente seguem 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 5,9%, 5,1% e 3,5%, respectivamente.

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

Na ocasião, considerando os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu manter a taxa básica de juros em 13,75% 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 os anos de 2023 e de 2024. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

O Comitê se manterá vigilante, avaliando se a estratégia de manutenção da taxa básica de juros por período suficientemente prolongado será capaz

de assegurar a convergência da inflação. O Comitê reforça que irá perseverar até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas. O Comitê enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados e não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado.

Decomposição do Indicador de Condições Financeiras em fatores domésticos e externos

Compreender como as condições financeiras evoluem e afetam a economia é importante para os bancos centrais, uma vez que essas condições impactam os ciclos de negócios e refletem não apenas a situação econômica atual, como também as expectativas do mercado em relação ao estado futuro da economia. Em particular, conforme amplamente encontrado na literatura, condições financeiras mais restritivas no presente podem indicar um crescimento econômico menor no futuro.¹

Como divulgado em Relatório anterior, o Banco Central do Brasil (BC) desenvolveu um Indicador de Condições Financeiras (ICF) para acompanhar a evolução das condições gerais de mercado de forma tempestiva.² O ICF incorpora informações diárias de 26 variáveis domésticas e externas, separadas em sete grupos: juros no Brasil, juros no exterior, risco, moedas, petróleo, *commodities* e mercado de capitais. As variáveis são agregadas em um único indicador por meio de componentes principais extraídos desses grupos.³ Alguns desses grupos contêm tanto variáveis domésticas como externas, como é o caso dos grupos de risco, moedas e mercado de capitais. Entretanto, pode ser útil também ter uma medida de quanto da variação do ICF advém de fatores domésticos e quanto de fatores externos.

Este boxe apresenta uma decomposição desse ICF em fatores domésticos e externos, separando-se a contribuição das variáveis externas nas condições financeiras do impacto produzido exclusivamente pelas séries domésticas. Isso não significa, entretanto, que não possa haver relação de causalidade entre as variáveis externas e domésticas.

A metodologia utilizada envolve as seguintes etapas:

- (i) exclusão das variáveis domésticas⁴ dos grupos de variáveis⁵ do ICF;
- (ii) remoção de tendência e padronização das séries restantes, conforme o método de construção do ICF;
- (iii) cálculo do primeiro componente principal de cada grupo;
- (iv) estimação dos pesos de cada grupo⁶;
- (v) cálculo e normalização da média ponderada dos componentes principais, utilizando os pesos da etapa anterior;
- (vi) estimação de uma regressão do ICF num intercepto e na média ponderada da etapa anterior; e
- (vii) definição do ICF externo como a parte explicada da regressão⁷ da etapa anterior e do ICF doméstico como o resíduo dessa mesma regressão.

1/ Por exemplo, Adrian *et al.* (2019) apresentam evidências empíricas de que a cauda esquerda da distribuição condicional da taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos Estados Unidos da América (EUA) varia com as condições financeiras.

2/ Ver o boxe "Indicador de Condições Financeiras", do Relatório de Inflação de março de 2020.

3/ Para mais detalhes sobre a metodologia, vide o referido boxe.

4/ Taxas de juros (*swap* Pré-DI) de 1 e 5 anos, *Credit Default Swap* (CDS) Brasil de 5 anos, taxa de câmbio (USD/BRL) e Índice Bovespa (Ibovespa).

5/ Dado que o grupo juros no Brasil contém apenas séries domésticas, exclui-se esse grupo nessa etapa.

6/ Os pesos são provenientes de regressões da taxa de variação em seis meses do Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil (IBC-Br), com ajuste sazonal, na primeira diferença do primeiro componente principal de cada grupo, num intercepto e numa *dummy* para a crise global de 2008. Os pesos finais, normalizados para garantir a soma unitária, são os seguintes: juros no exterior (0,85); risco (0,34); moedas (0,12); petróleo (0,23); *commodities* (-0,28); e mercado de capitais (-0,26).

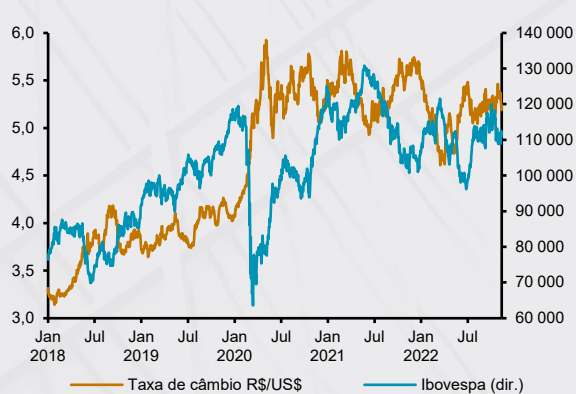
7/ Em outras palavras, o ICF externo é definido como a média ponderada dos componentes principais, multiplicada pelo respectivo coeficiente estimado na regressão (considerando que, por construção do ICF, o intercepto estimado é estatisticamente igual a zero).

Os Gráficos 1 e 2 apresentam as variáveis domésticas que compõem o ICF desde 2018 na frequência diária. Cabe notar que a chegada da pandemia da Covid-19 no Brasil, no final do primeiro trimestre de 2020, trouxe forte impacto na dinâmica das variáveis domésticas que compõem o ICF, produzindo uma súbita elevação do prêmio de risco doméstico, medido pelo CDS, forte depreciação do Real frente ao dólar e significativa queda no Ibovespa. Na sequência, em função principalmente das políticas anticíclicas adotadas, houve queda nos juros e subida da bolsa de valores. Já a partir do início de 2021 observa-se aumento das taxas de juros futuras, refletindo o início do aperto monetário.

Gráfico 1 – Taxas de juros domésticas e CDS



Gráfico 2 – Taxa de câmbio e Ibovespa



Do ponto de vista externo, desde o início de 2022, eventos como a guerra na Ucrânia, com subsequente alta nos preços do petróleo e *commodities* agrícolas, a valorização do dólar a nível internacional e a elevação nas taxas de juros futuras em economias maduras,⁸ dentre outros fatores, têm gerado considerável estresse nas condições financeiras, com perspectivas de menor crescimento econômico global no futuro.⁹

Os Gráficos 3 e 4 apresentam algumas variáveis externas que compõem o ICF na frequência diária. O Gráfico 3 apresenta as taxas de juros nominal, com maturidade de dois anos, nos EUA, Reino Unido e Alemanha. Destaca-se a elevação significativa dos juros nesses três países ao longo de 2022, depois, portanto, da subida dos juros domésticos. Por sua vez, o Gráfico 4 mostra a tendência de valorização do dólar norte-americano observada nos últimos anos.

Gráfico 3 – Taxas de juros internacionais de 2 anos

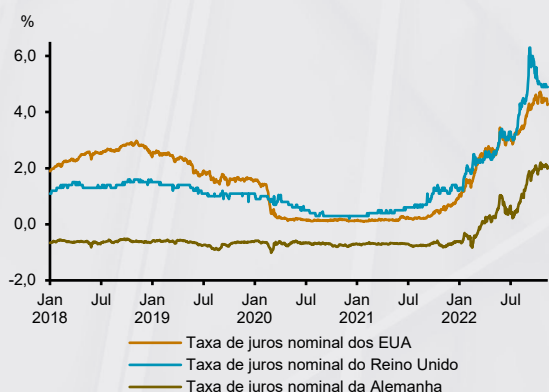
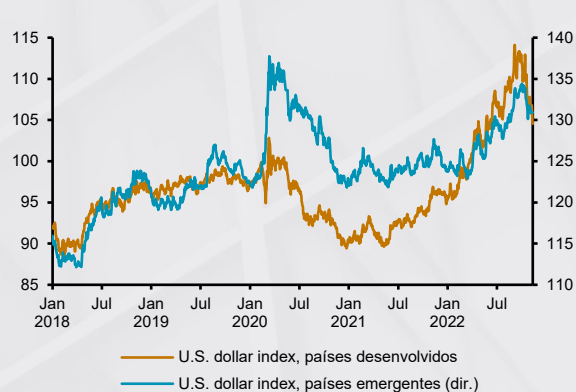


Gráfico 4 – Dólar norte-americano



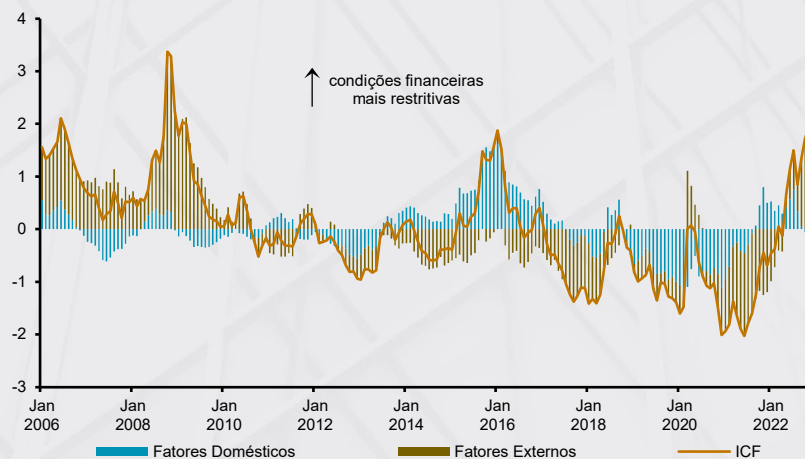
O Gráfico 5 apresenta o ICF em frequência mensal e sua decomposição em fatores domésticos e externos desde 2006. Em geral, a decomposição guarda relação com a análise dos principais eventos no período. Segundo a decomposição, o aperto das condições financeiras em 2008 e 2009 reflete principalmente fatores

8/ Encerrando um período de mais de uma década de política monetária acomodatória nessas economias, com taxas de juros negativas ou próximas de zero ou dos seus mínimos históricos.

9/ Incluindo expectativas de estagnação na região do Euro e perspectivas de recessão ou baixo crescimento econômico nos EUA. Para mais detalhes, vide o relatório *Global Financial Stability Report (GFSR)* de outubro de 2022 do Fundo Monetário Internacional (FMI).

externos, decorrentes da eclosão da crise financeira global. Por sua vez, o aperto das condições em 2015 e início de 2016 reflete elementos domésticos, que têm relação com a situação política no período. Um novo aperto significativo ocorre no início de 2020, com a eclosão da pandemia da Covid-19, onde fica claro o papel restritivo tanto das condições externas como domésticas, seguida por condições menos restritivas em função dos extraordinários estímulos implementados doméstica e globalmente. Quando se considera o período mais recente, fica evidente a diferença no *timing* dos ciclos de aperto monetário, que ocorreu anteriormente no Brasil em relação aos países avançados. Nos últimos doze meses, cerca de 83% da variação do ICF observada foi devida a fatores externos e apenas 17% a fatores domésticos, ao passo que, nos doze meses anteriores,¹⁰ os fatores externos foram responsáveis por 15% da variação do ICF, enquanto 85% do aperto nas condições financeiras foi causado por fatores domésticos.

Gráfico 5 – Decomposição do ICF



Sob a perspectiva doméstica, a política monetária extraordinariamente estimulativa observada em 2020 deu lugar a um novo ciclo de elevação na taxa básica de juros (Selic), iniciado em março de 2021. Tal movimento contribuiu para um aperto nas condições financeiras ao longo desse período, deslocando o ICF de patamares mínimos históricos observados no final de 2020 para valores estimados como os mais restritivos desde o início de 2016. Portanto, as condições financeiras se deterioraram significativamente nos últimos dois anos, inicialmente por motivos domésticos e, mais recentemente, por razões externas. Em particular, o ciclo de aperto monetário doméstico iniciado no primeiro trimestre de 2021 pelo BC antecedeu em aproximadamente um ano o início da política monetária contracionista observada em economias desenvolvidas, por exemplo, observada a partir de março de 2022 nos EUA, com a elevação da taxa de juros pelo *Federal Reserve*.

Em suma, este box apresenta uma metodologia para a decomposição do ICF em fatores domésticos e externos. Tal decomposição pode ser usada para monitorar de modo tempestivo os diferentes fatores que impactam as condições financeiras. Essa iniciativa faz parte do contínuo esforço de aprimoramento das ferramentas utilizadas pelo BC, bem como de dar transparência às suas ações.

Referências

ADRIAN, T., BOYARCHENKO, N., GIANNONE, D. (2019). “Vulnerable Growth”. *The American Economic Review* 109(4), 1263-1289.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2020). “Indicador de Condições Financeiras”, Relatório de Inflação, março.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2022). “Global Financial Stability Report, Navigating the High-Inflation Environment”, outubro.

¹⁰/ Entre dezembro/2020 e dezembro/2021.

Prêmio de risco nas taxas de juros nominais brasileiras

A aversão a risco é a relutância das pessoas em investir em ativos que possam provocar variações em sua renda ou consumo futuros. Como consequência, elas exigem compensações para se expor a eventos incertos em relação a um cenário de maior estabilidade. Tal aspecto é comprovado em diferentes comportamentos empíricos, assim como utilizado em modelos teóricos. Por exemplo, investidores só estão dispostos a aplicar suas economias em ações se o retorno esperado desses ativos especulativos for maior do que o retorno de um ativo livre de risco.¹ Dessa forma, deve sempre haver um prêmio de risco positivo no retorno das ações para induzir investidores avessos ao risco a comprar esses instrumentos financeiros em vez de colocar seu dinheiro em ativos mais seguros. Nesse caso, podemos interpretar esse prêmio como um excesso de retorno esperado para compensar o investidor pela incerteza do mercado de renda variável.

Assim como nas ações, o prêmio de risco também está presente nos títulos de renda fixa, inclusive em títulos públicos. Por exemplo, imagine um título do Tesouro Nacional com vencimento em 10 anos, sem pagamentos intermediários, que retorne R\$1.000 ao seu detentor no vencimento e renda uma taxa nominal de 10% a.a. O preço desse título é R\$385,54. Se a taxa repentinamente se altera para 11% a.a., o preço cai para R\$352,18, uma queda de 8,65%. Assim, como possui risco referente à mudança da taxa de juros ao longo do tempo, o investidor cobra um prêmio para investir nesse título. Além disso, quanto maior a maturidade de um título, maior a sensibilidade do preço às flutuações na taxa de juros e, por isso, maior o prêmio de risco, ou seja, maior a compensação que um investidor exige para carregar tal título.

A taxa de juros nominal que incide em um título como o do exemplo acima pode ser decomposta em três componentes: i. taxa para compensar a inflação esperada; ii. taxa de retorno real livre de risco; e iii. um prêmio de risco, que engloba características específicas do título, como riscos de inadimplência e de liquidez, ou fatores mais gerais, como riscos de mercado e de inflação. Todavia, também se pode observar a taxa de juros nominal de uma outra forma, bastante relevante em termos de política monetária: uma decomposição em dois componentes, a expectativa acumulada das taxas de juros a termo de curto prazo e o prêmio a termo. O primeiro é a taxa de juros de longo prazo que prevaleceria se os investidores fossem neutros ao risco. O segundo componente é uma compensação ao investidor por ter aplicado em um título de longo prazo em vez de ter investido consecutivamente em obrigações de curto prazo. A fórmula a seguir exprime matematicamente essa relação:

$$(1 + ny_t^{(n)}) = E \left[(1 + y_t^{(1)}) \times (1 + y_{t+1}^{(1)}) \times \dots \times (1 + y_{t+n-1}^{(1)}) \right] \times (1 + n \times TP_t^{(n)})$$

O termo à esquerda da equação se refere à taxa de juros à vista de longo prazo (n); o termo do operador esperança se refere à expectativa das taxas a termo de curto prazo (taxas de períodos de tamanho unitário) acumuladas; por fim, o último termo da equação é o prêmio a termo para o prazo n . Dessa forma, o prêmio a termo poderia ser obtido a partir da estrutura a termo da taxa de juros e da estimação da expectativa das taxas a termo de curto prazo acumuladas. De modo intuitivo, o prêmio a termo representa a diferença de rentabilidade esperada entre um investidor de longo prazo de outro que rola os recursos no *overnight*.

Saber os prêmios de risco e, por consequência, as expectativas das taxas de juros nominal é crucial para os investidores, que, assim, podem comparar suas próprias crenças com as de mercado para determinar suas

1/ Isso vale para ativos especulativos. Ativos de *hedge*, ou seja, ativos correlacionados negativamente com o consumo, têm retorno esperado menor que a taxa livre de risco, o que significa que têm prêmio de risco negativo.

posições nas taxas. Além disso, os prêmios de risco influenciam as taxas de juros encaradas por empresas, famílias e governos. Portanto, bancos centrais precisam monitorar e entender os movimentos das taxas de juros de longo prazo, que embutem os prêmios de risco, ao avaliar as condições financeiras.

A expectativa da taxa de juros está mais ligada à política monetária. Como a taxa de juros determinada por bancos centrais normalmente é de curto prazo, um aumento da expectativa da taxa de juros indica uma perspectiva de aumento da taxa básica da economia, normalmente ligada a aumento da inflação (que pode refletir um crescimento da atividade). Portanto, a curva de expectativa serve também para se observar a função reação do mercado a novas informações que potencialmente afetem a política monetária. Já a parte do prêmio a termo está relacionada a diversos tipos de incerteza, tanto externos como internos, como, por exemplo, em relação à situação da economia global, à política econômica doméstica e à percepção fiscal do país.

A estimação de prêmios de riscos embutidos nas curvas de juros tem sido feita mais comumente usando os modelos afins (ver Duffie e Kan, 1996). A ideia consiste basicamente em especificar as dinâmicas das curvas de juros como combinações lineares de fatores estocásticos (latentes ou observáveis). A conexão entre as distribuições física e neutra ao risco das taxas é feita via um processo de prêmio risco de tal modo que não existam oportunidades de arbitragem.

Embora os modelos afins sejam bastante utilizados na literatura moderna de renda fixa, a estimação dos parâmetros que governam a evolução dos fatores não é simples.² Para contornar essa dificuldade, algumas soluções alternativas têm sido propostas. Neste boxe, é adotada a metodologia descrita em Adrian, Crump e Moench (2013), a partir de agora, ACM. ACM impuseram condições no modelo afim de tal forma que a estimação pode ser feita aplicando sequencialmente mínimos quadrados ordinários em três regressões. Em princípio, as condições adicionais impostas por ACM poderiam implicar maiores erros, mas isso não é observado empiricamente. Diversos trabalhos, como Ramos-Francia, García-Verdú e Sánchez-Martínez (2020) e Cohen, Hoerdahl e Xia (2018), mostraram que as curvas estimadas pelo modelo ACM estão em consonância com modelos afins mais gerais, como, por exemplo, o modelo afim estudado em Kim e Wright (2005).

O modelo ACM considera como fatores observáveis as cinco primeiras componentes principais das taxas de juros. Esses fatores evoluem como um processo Vetor Autorregressivo (VAR) com choques que seguem a distribuição normal.³

A primeira etapa do modelo ACM consiste simplesmente na estimação de um processo VAR obedecido pelos fatores. Em seguida, o excesso de retornos dos bônus (diferença entre o retorno de um bônus e a taxa de curto prazo) é regredido nos fatores defasados e nas suas inovações (erros da primeira regressão). Na terceira etapa, os parâmetros do prêmio de risco são obtidos a partir de uma regressão em *cross-section* das exposições dos retornos aos fatores defasados sobre as exposições às inovações dos fatores contemporâneas.

O Gráfico 1 apresenta as séries diárias dos prêmios de risco de prazos de 2, 5 e 10 anos entre 2007 e 2022 estimados pelo modelo ACM. Os dados de entrada para o modelo são as taxas nominais construídas pelo método de interpolação de Svensson (1995) para prazos de 1 a 10 anos e a taxa Selic efetiva.⁴ Pode-se observar que os prêmios geralmente estão em concordância com a teoria: i) o de 10 anos é o maior em quase toda amostra, enquanto o de 2 anos é o menor; ii) o prêmio de risco é quase sempre positivo; e iii) o prêmio de risco aumenta ao redor de turbulências, como a crise financeira global de 2008, as manifestações de rua de 2013,

2/ Como bem reportado por Hamilton e Wu (2012), a superfície de verossimilhança é cercada de platôs, impedindo uma convergência adequada, especialmente do prêmio de risco.

3/ A hipótese de não arbitragem implica a existência de um *pricing kernel*. Na classe afim de modelos da estrutura a termo, o *pricing kernel* é exponencialmente afim. Admite-se também que o prêmio de risco é essencialmente afim de acordo com a proposta de Duffie (2002). O *pricing kernel* também é conhecido como fator estocástico de desconto.

4/ Para este trabalho, para a construção da estrutura a termo de taxa de juros por Svensson (1995), utilizam-se títulos públicos de renda fixa prefixados (tanto os sem cupons, as Letras do Tesouro Nacional – LTNs, como os com cupons, as Notas do Tesouro Nacional série F – NTN-Fs).

o impeachment presidencial em 2016 e as eleições de 2022. A mediana dos prêmios de 10 anos na amostra é de 2,08 p.p., bem maior que a de títulos americanos para o mesmo prazo, de 0,32 p.p.⁵

Os prêmios de risco estimados parecem ter comportamento pouco usual na pandemia da Covid-19, principalmente em 2020: os prêmios de risco são negativos e os prêmios de curto prazo são maiores que os de longo prazo. Entretanto, esses comportamentos incomuns ocorreram também para outros mercados, como nos prêmios nos mercados americano e chileno.⁶

O Gráfico 2 apresenta as séries diárias da taxa nominal à vista e do componente de expectativa estimado, ambas para o prazo de 10 anos. Pode-se notar que a expectativa é muito menos volátil que a taxa à vista e, portanto, a grande variação da taxa de 10 anos se deve principalmente a significativas mudanças na magnitude do prêmio de risco. Por exemplo, observa-se que o grande aumento da taxa à vista de 10 anos na crise de 2008 foi quase todo devido ao aumento do prêmio de risco e não por causa do aumento da expectativa de juros.

A decomposição da curva de juros, seja via expectativas ou prêmio, como apresentado neste box baseando-se no modelo ACM, contribui para entender e separar movimentos advindos da incerteza dos movimentos ligados à percepção da política monetária no futuro.

Gráfico 1 – Prêmio de risco da taxa nominal

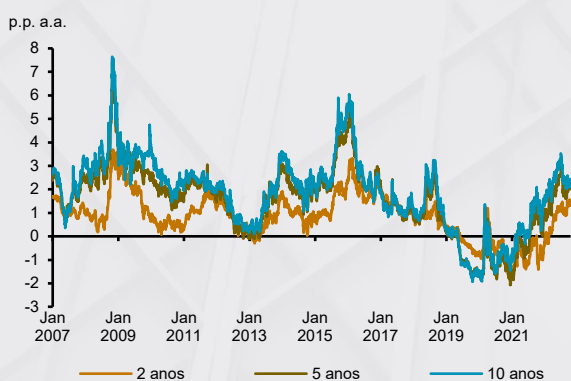
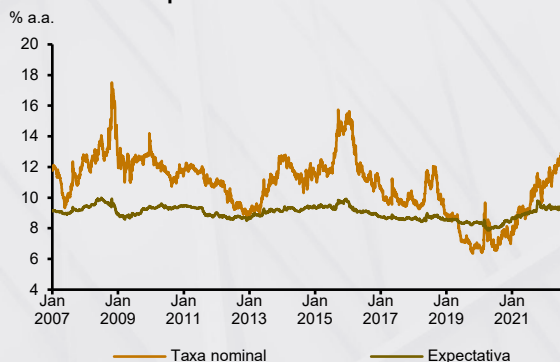


Gráfico 2 – Taxa nominal de 10 anos e componente estimado de expectativa



Referências

ADRIAN, T., CRUMP, R. K. e MOENCH, E. (2013). "Pricing the Term Structure with Linear Regressions". *Journal of Financial Economics*, 110, 1 (October): 110-38.

COHEN, B. H., HOERDAHL, P., e XIA, F. D. (2018). "Term Premia: Models and Some Stylised Facts". *BIS Quarterly Review*, September.

DUFFEE, G. (2002). "Term premia and interest rate forecasts in affine models". *Journal of Finance*, 57, pp. 405-443.

DUFFIE, D. e KAN, R. (1996). "A Yield-Factor Model of Interest Rates". *Mathematical Finance*, 6, 4 (October): 379-406.

5/ O prêmio a termo pelo modelo ACM para títulos americanos pode ser obtido no website do Federal Reserve Bank de Nova Iorque, em https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term-premia-tabs.

6/ O prêmio a termo de 10 anos pelo modelo ACM para o mercado de títulos do Chile pode ser observado no website do Cemla, em https://www.cemla.org/DatosSelectosMacroeconomicos/Term_premium_estimates_eng.html.

HAMILTON, J. D. e WU, J. C. (2012). "Identification and Estimation of Gaussian Affine Term Structure Models". *Journal of Econometrics*, 168, 2 (January).

KIM, D. H. e WRIGHT, J. H. (2005). "An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates". *Finance and Economics Discussion Series*, Working Paper No. 2005-33.

RAMOS-FRANCIA, M., GARCÍA-VERDÚ, S. e SÁNCHEZ-MARTÍNEZ, M. (2020). "On the Estimation of the Mexican Government Bond Term Premium." A ser publicado como *working paper* do Cemla (*Center of Latin American Monetary Studies*).

SVENSSON, L (1995). "Estimating forward interest rates with the Extended Nelson and Siegel Method". *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, 1995:3, pp 13-26.

Apêndice

Administração do Banco Central do Brasil

Membros do Comitê de Política Monetária

Administração do Banco Central do Brasil

Diretoria Colegiada

Roberto de 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 de 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

a.a.	Ao ano
a.s.	Dados com ajuste sazonal
Anfavea	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
BC	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BPM6	Sexta Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos do FMI
CBIRC	<i>China Banking and Insurance Regulatory Commission</i>
CCT	Convenções Coletivas de Trabalho
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNT	Contas Nacionais Trimestrais
Copom	Comitê de Política Monetária
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
Depec	Departamento Econômico
Depep	Departamento de Estudos e Pesquisas
Derin	Departamento de Assuntos Internacionais
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DSTAT	Departamento de Estatísticas
EUA	Estados Unidos da América
FBCF	Formação bruta de capital fixo
Fed	<i>Federal Reserve</i>
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FGV	Fundação Getulio Vargas
Fipe	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
FMI	Fundo Monetário Internacional
GFSR	Relatório de Estabilidade Financeira Global
HICP	Índice de Preços ao Consumidor Harmonizado
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central – Brasil
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Ibovespa	Índice Bovespa
IC-Br	Índice de <i>Commodities</i> – Brasil
ICF	Indicador de Condições Financeiras
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
ICVA	Índice Cielo de Varejo Ampliado
IDP	Investimento Direto no País
IIE-Br	Indicador de Incerteza da Economia
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IPA-M	Índice de Preços ao Produtor Amplo – Mercado

IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPCA-15	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – 15
IRPJ	Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas
LC	Lei Complementar
LPR	<i>Loan Prime Rate</i>
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MBS	Ativos Lastreados em Hipotecas
ME	Ministério da Economia
Mediador	Sistema de Negociações Coletivas de Trabalho
MM12M	Média móvel de 12 meses
MM3M	Média móvel de 3 meses
MM5D	Média móvel de 5 dias
MTP	Ministério do Trabalho e Previdência
Novo Caged	Novo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados
NTN	Nota do Tesouro Nacional
Nuci	Nível de utilização da capacidade instalada
Opep	Organização dos Países Exportadores de Petróleo
p.p.	Pontos percentuais
PBOC	<i>People's Bank of China</i>
PEAC	Programa Emergencial de Acesso ao Crédito
PF	Pessoa física
PIB	Produto Interno Bruto
PIM	Pesquisa Industrial Mensal
PJ	Pessoa jurídica
PNAD Contínua	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
POF	Pesquisa de Orçamentos Familiares
PPC	Paridade do Poder de Compra
Pronampe	Programa Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte
QPC	Questionário Pré-Copom
RI	Relatório de Inflação
RNDBF	Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias
SCN	Sistema de Contas Nacionais
Secex	Secretaria de Comércio Exterior
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
VAB	Valor Adicionado Bruto
VAR	Vetor autorregressivo
VIX	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>