

Para acessar o relatório completo, clique [aqui](#).

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

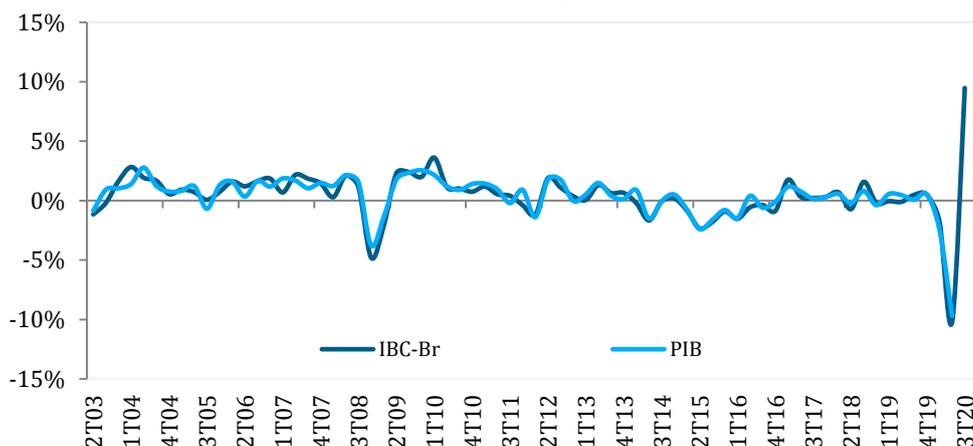
O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de novembro traz a atualização das projeções para as variáveis macrofiscais. Novos dados realizados são incorporados e também reavaliadas as hipóteses por trás de cada um dos cenários (base, otimista e pessimista), de modo a garantir que as previsões reflitam o estado atual da economia.

Uma visão geral de como são elaboradas as projeções das variáveis macroeconômicas (PIB, taxa de inflação, nível de emprego, taxa de câmbio e taxa de juros) que subsidiam os cenários fiscais foi apresentada no Estudo Especial nº13<sup>1</sup>. Os desvios da projeção central são gerados a partir de mudanças – baseadas em suposições e julgamentos – na trajetória das variáveis exógenas (determinadas fora do modelo), como o risco-país e a expectativa para a evolução da produtividade dos fatores de produção. No âmbito da economia internacional (crescimento econômico mundial, a taxa Fed Funds e a taxa de inflação americana), as premissas utilizadas pela IFI derivam dos cenários apresentados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Congressional Budget Office (CBO) em suas publicações mais recentes.

### 1.1 Atualização do cenário econômico: 2020-2030

**Projeção para a variação real do PIB no cenário base foi revisada de -6,5% para -5,0% em 2020.** A nova projeção incorpora o conjunto de indicadores disponíveis para o segundo semestre. A retomada delineada nos dados da produção industrial, do nível de utilização da capacidade instalada da indústria de transformação e das vendas do comércio varejista vem ocorrendo de maneira mais intensa do que era esperado pela IFI no cenário base apresentado em junho. A melhora do desempenho da atividade econômica após o choque negativo de março e abril causado pela pandemia pode ser explicada pelo efeito da flexibilização das medidas de isolamento social, do impulso da reabertura das atividades produtivas e do impacto sobre a demanda das políticas de compensação de renda. A título de ilustração, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores que compõe o PIB no lado da oferta, avançou 1,3% entre agosto e setembro e 9,5% entre o segundo e o terceiro trimestre, na série livre de efeitos sazonais, sugerindo crescimento expressivo do produto no período (Gráfico 1).

GRÁFICO 1. IBC-BR E PIB (VARIÁÇÕES TRIMESTRAIS)



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

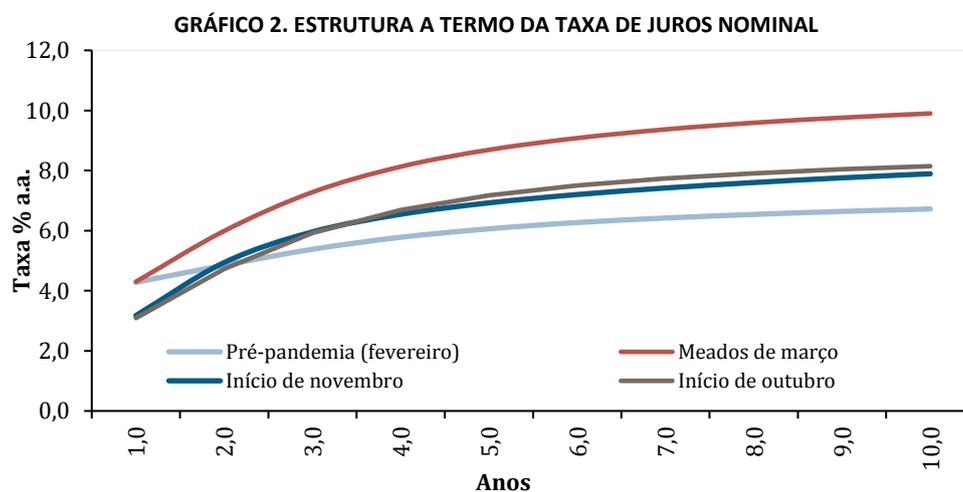
<sup>1</sup> Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/577405/EE13.pdf>

**Incerteza em torno da recuperação da atividade.** A imprevisibilidade na evolução da pandemia ainda mantém elevado o grau de incerteza em torno da projeção central, não sendo possível descartar uma segunda onda de contaminação, que já está atingindo países da União Europeia e os Estados Unidos. Por outro lado, a descoberta de tratamentos e vacinas (algumas em fase final de testes) diminuem ou eliminam a necessidade do distanciamento social, com seus efeitos negativos sobre a economia.

**Fim do auxílio e piora das condições financeiras podem afetar velocidade de recuperação.** Em paralelo, a dúvida quanto a evolução da demanda interna após a retirada dos estímulos fiscais (o Auxílio Emergencial a Pessoas em Situação de Vulnerabilidade e o Benefício Emergencial de Proteção do Emprego e da Renda devem ser encerrados no final do ano), em um quadro de pronunciada deterioração do mercado de trabalho, e a piora nas condições financeiras, percebida, por exemplo, na elevação do prêmio embutido na curva futura de juros, podem limitar o ritmo de recuperação da atividade no próximo ano.

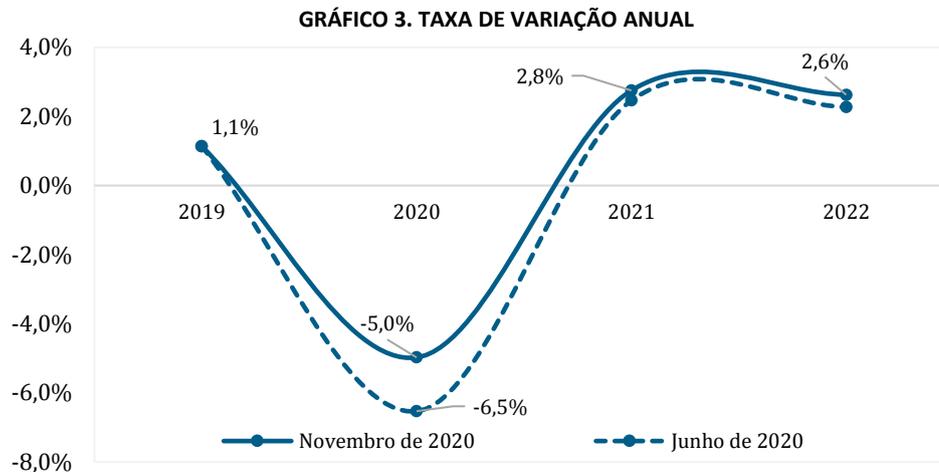
O Gráfico 2 mostra a estrutura a termo de juros - calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias com títulos públicos. Houve, de fato, um deslocamento paralelo para baixo na curva entre meados de março (início da pandemia) e a atualmente - início de novembro (dados do dia 6). A remuneração (em termos nominais) de um título com prazo de dez anos, que estava em 9,9% em março, diminuiu para 7,9%. Isso se deveu às reduções da Selic promovidas pelo Banco Central, até o inédito patamar de 2% ao ano.

No entanto, a incerteza trazida pela falta de um claro compromisso com políticas fiscais sustentáveis nos próximos anos levou a um aumento da inclinação da curva de juros futuros. Conforme se vê no Gráfico 2, os vértices mais longos (a partir de 2 anos) estão acima do nível pré-pandemia (fevereiro), chegando a diferença a 1,0 ponto percentual (p.p.) no prazo de 7 anos.

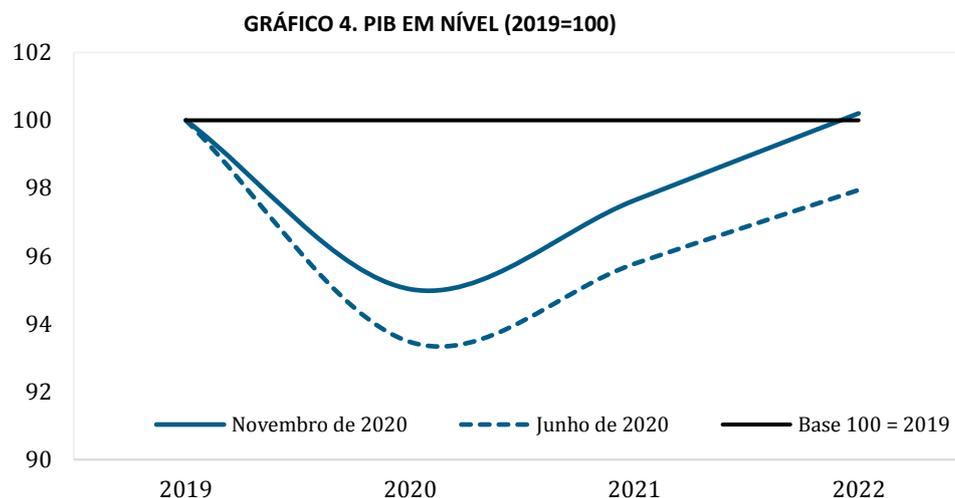


Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

**Expectativa para o crescimento do PIB em 2021 é de 2,8%.** Em razão dos dados recentes mais robustos que o esperado e a ampliação do *carry over* para o ano seguinte, o crescimento real esperado foi ajustado de 2,5% para 2,8% em 2021, e de 2,3% para 2,6% em 2022. A menor contração esperada para o PIB de 2020 (Gráfico 3) deve fazer com que o nível do PIB retorne ao patamar pré-pandemia em 2022, como se pode observar através do Gráfico 4. Após a recuperação de 2021, o crescimento do PIB deve desacelerar gradualmente para 2,6% em 2022 e para 2,3% no médio prazo (estimativa da IFI para o PIB potencial no cenário base).



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

**Comparação com as estimativas de outras instituições.** O grau de incerteza associado à atual conjuntura pode ser ilustrado pelo intervalo de estimativas para o PIB divulgadas pelas instituições elencadas na Tabela 1. Como se observa, a previsão para a taxa real de crescimento do produto para o próximo ano está compreendida entre 2,8% (IFI e FMI – segundo o relatório *World Economic Outlook* de outubro) e 3,9% (Banco Central – cenário apresentado no Relatório de Inflação de setembro). Já a mediana das projeções de mercado contidas no Boletim Focus do Banco Central (no dia 6 de novembro) sugere variações de -4,8% em 2020 e 3,3% em 2021.

TABELA 1. COMPARAÇÃO COM A ESTIMATIVA DE OUTRAS INSTITUIÇÕES (PIB)

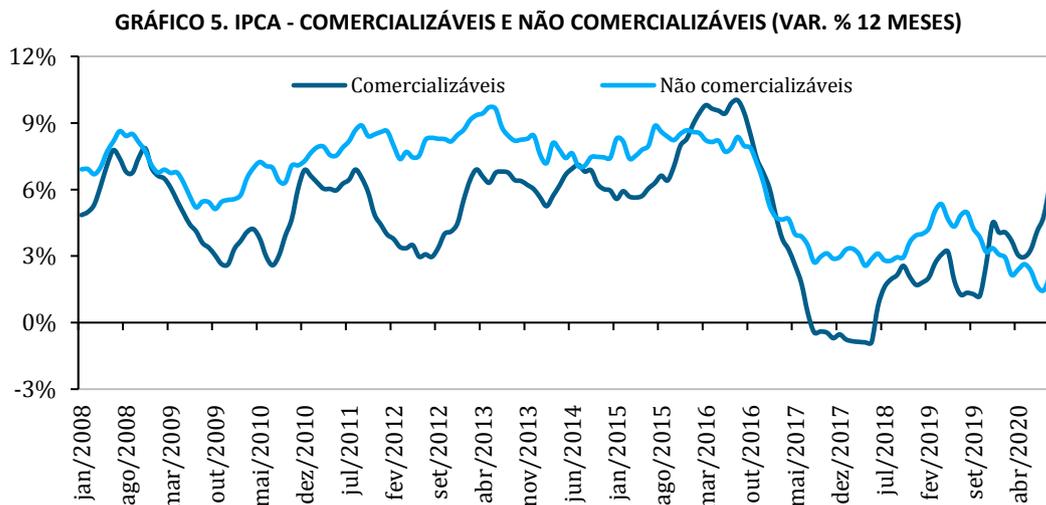
	IFI	SPE <sup>2</sup>	FGV/ IBRE <sup>3</sup>	Ipea <sup>4</sup>	Banco Central <sup>5</sup>	Banco Mundial <sup>6</sup>	FMI <sup>7</sup>
2020	-5,0%	-4,7%	-5,1%	-5,0%	-5,0%	-5,4%	-5,8%
2021	2,8%	3,2%	3,5%	3,6%	3,9%	3,0%	2,8%

Elaboração: IFI.

**Mudanças nas demais variáveis no curto prazo.** Além do PIB, as projeções das principais variáveis sofreram alterações em relação aos números apresentados no RAF de junho de 2020, com destaque para a taxa de câmbio, a taxa de inflação (medida pela taxa de variação do IPCA) e as variáveis do mercado de trabalho (taxa de desemprego e população ocupada).

Entre janeiro e outubro de 2020, a taxa de câmbio (R\$/US\$) passou de 4,27 para 5,77 (uma depreciação de 35,2%). Espera-se que o indicador encerre o ano de 2020 em 5,55 e alcance o patamar de 5,37 no final de 2021, assumindo-se ligeira redução no prêmio de risco soberano (medido pelo *Embi-Br*), de 320 pontos em 2020 para 300 pontos em 2021, patamar mantido ao longo de todo horizonte de projeção.

**Expectativa para o IPCA no cenário base foi revisada de 1,4% para 3,0% em 2020.** Enquanto os preços de bens não comercializáveis (voltados para o mercado interno, incluindo serviços) caminham ainda abaixo da inflação cheia, refletindo o aumento do desemprego e a tendência de crescimento gradual da atividade de serviços comparativamente ao comércio e à indústria, os preços de bens comercializáveis (ou transacionáveis - afetados pelo comércio externo) vêm sendo pressionados pelo impacto da depreciação da taxa de câmbio e da elevação dos preços de *commodities*.



<sup>2</sup> <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/boletim-macrofiscal/boletim-macrofiscal-setembro-2020-v14.pdf>

<sup>3</sup> [https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-10/boletimmacroibre\\_2010\\_0.pdf](https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-10/boletimmacroibre_2010_0.pdf)

<sup>4</sup> [https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/201001\\_cc\\_48\\_visao\\_geral.pdf](https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/201001_cc_48_visao_geral.pdf)

<sup>5</sup> <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202009/ri202009b2p.pdf>

<sup>6</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34602>

<sup>7</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

**Taxa básica de juros deve permanecer em 2,0% até perto do fim de 2021.** A existência de capacidade ociosa, evidenciada pela abertura do hiato do produto, contribui para manter as projeções de inflação abaixo da meta em 2020 e 2021. Espera-se que o Banco Central comece a elevar gradualmente a meta da taxa Selic no final de 2021. Mesmo com o início do ajuste na trajetória dos juros, o patamar da taxa de real seguirá provendo estímulos para a recuperação da atividade econômica.

**Taxa de desemprego média deve alcançar 13,5% da força de trabalho em 2020.** No cenário base, projeta-se que a população ocupada recue 8,9% em 2020, mas volte a crescer a partir de 2021 como resposta à recuperação em curso da economia. Apesar do aumento esperado para o emprego, a taxa de desemprego média em 2021 será mais alta (passando de 13,5% em 2020 para 16,1% em 2021) devido à recuperação da taxa de participação, à medida que mais pessoas voltem a buscar uma colocação.

As condições do mercado de trabalho foram muito afetadas pelo choque na atividade produtiva decorrente da pandemia. A Tabela 2 contém informações referentes à população ocupada, extraídas da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). Observa-se que o menor dinamismo do emprego na comparação com igual período do ano anterior está ocorrendo de forma generalizada entre as categorias, com exceção do setor público. Normalmente, a perda do emprego com carteira assinada costuma ser compensada pela expansão do trabalho por conta-própria, mas esse mecanismo de ajuste não esteja funcionando nessa crise.

**TABELA 2. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO**

	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Percentual em relação ao total de ocupados		
	ago/19	jul/20	ago/20	ago/19	jul/20	ago/20	ago/19	jul/20	ago/20
<b>População ocupada</b>	<b>93,631</b>	<b>82,027</b>	<b>81,666</b>	<b>2,0%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>-12,8%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>Setor privado</b>	<b>44,838</b>	<b>38,076</b>	<b>37,822</b>	<b>1,8%</b>	<b>-15,0%</b>	<b>-15,6%</b>	<b>47,9%</b>	<b>46,4%</b>	<b>46,3%</b>
Com carteira assinada	33,042	29,385	29,067	0,4%	-11,3%	-12,0%	35,3%	35,8%	35,6%
Sem carteira assinada	11,795	8,691	8,755	5,9%	-25,5%	-25,8%	12,6%	10,6%	10,7%
<b>Trabalhador doméstico</b>	<b>6,287</b>	<b>4,593</b>	<b>4,559</b>	<b>0,0%</b>	<b>-26,9%</b>	<b>-27,5%</b>	<b>6,7%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,6%</b>
Com carteira assinada	1,772	1,372	1,334	-4,1%	-21,8%	-24,7%	1,9%	1,7%	1,6%
Sem carteira assinada	4,515	3,222	3,225	1,8%	-28,8%	-28,6%	4,8%	3,9%	3,9%
<b>Setor público</b>	<b>11,671</b>	<b>12,119</b>	<b>11,912</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>12,5%</b>	<b>14,8%</b>	<b>14,6%</b>
<b>Empregador</b>	<b>4,348</b>	<b>3,938</b>	<b>3,905</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-9,1%</b>	<b>-10,2%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>
Com CNPJ	3,518	3,266	3,225	0,0%	-6,2%	-8,3%	3,8%	4,0%	3,9%
Sem CNPJ	830	672	679	-7,8%	-20,9%	-18,2%	0,9%	0,8%	0,8%
<b>Conta própria</b>	<b>24,293</b>	<b>21,406</b>	<b>21,521</b>	<b>4,7%</b>	<b>-11,6%</b>	<b>-11,4%</b>	<b>25,9%</b>	<b>26,1%</b>	<b>26,4%</b>
Com CNPJ	4,864	5,192	5,084	0,0%	-6,2%	-8,3%	5,2%	6,3%	6,2%
Sem CNPJ	19,429	16,214	16,437	-7,8%	-20,9%	-18,2%	20,8%	19,8%	20,1%
<b>Trabalhador familiar auxiliar</b>	<b>2,193</b>	<b>1,895</b>	<b>1,947</b>	<b>1,1%</b>	<b>-15,0%</b>	<b>-11,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,4%</b>
<b>População ocupada no mercado informal</b>	<b>38,762</b>	<b>30,694</b>	<b>31,043</b>	<b>3,9%</b>	<b>-20,7%</b>	<b>-19,9%</b>	<b>41,4%</b>	<b>37,4%</b>	<b>38,0%</b>

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**No médio prazo, crescimento médio do produto é de 2,3% e taxa de juros real é de 3,0% ao ano.** A partir do momento em que a ociosidade da economia (medida pelo hiato do produto) é eliminada (o que deve ocorrer apenas em 2025, no cenário base), o crescimento do PIB acompanha o crescimento potencial (2,3%) e a inflação projetada ficar na meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (3,5%). Estimamos que a taxa de juros em termos reais se estabilize ao redor de 3,0% ao ano (média de 2023 a 2030), com a taxa Selic nominal caminhando para 6,5%, aproximadamente.

A Tabela 3 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base e os alternativos. O objetivo de manter atualizados os três cenários é evidenciar o grau de incerteza das projeções, bem como sua dependência em relação a diferentes configurações da conjuntura.

**TABELA 3. PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS (2020-2030): VERSÃO ATUAL X ANTERIOR**

	Cenário Base				Cenário Otimista				Cenário Pessimista			
	2020	2021	2022	2023-2030	2020	2021	2022	2023-2030	2020	2021	2022	2023-2030
<b>a. Versão Atual</b>												
PIB – Taxa de variação real (%)	-5,0	2,8	2,6	2,3	-4,2	3,7	3,6	3,5	-5,5	1,8	1,9	1,3
IPCA (%)	3,0	3,1	3,4	3,5	2,9	3,2	3,3	3,2	3,1	4,2	4,2	4,5
Taxa de desemprego (%)	13,5	16,1	15,2	13,0	13,3	15,3	14,0	12,7	13,9	16,9	16,0	13,3
Ocupação - Crescimento real	-8,8	1,8	0,9	0,8	-8,5	2,4	1,2	1,0	-9,2	1,2	0,7	0,6
Prêmio de risco – Embi (final de período)	320	300	300	300	300	275	225	225	343	375	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,5	5,4	5,3	5,2	5,4	5,2	4,8	4,8	5,7	5,7	5,7	6,4
Juros reais (%)	-0,9	-0,6	0,1	3,0	-0,9	-0,4	0,2	2,4	-1,1	0,8	2,6	5,1
Selic (%)	2,00	2,50	3,50	6,6	2,00	2,75	3,50	5,7	2,0	5,0	7,0	9,7
<b>b. Versão passada</b>												
PIB – Taxa de variação real (%)	-6,5	2,5	2,3	2,3	-5,3	4,3	3,2	3,5	-10,2	-0,3	1,9	1,4
IPCA (%)	1,4	3,1	3,5	3,5	2,1	3,1	3,3	3,3	0,8	2,7	3,3	4,1
Taxa de desemprego (%)	14,2	13,2	12,2	10,2	13,5	12,0	10,8	8,0	15,3	15,6	14,8	12,0
Ocupação - Crescimento real	-4,8	1,2	1,3	0,8	-4,0	1,9	2,0	1,2	-6,0	-0,3	0,9	0,6
Prêmio de risco – Embi (final de período)	400	350	300	250	350	250	200	200	500	400	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	4,9	4,6	4,3	4,2	4,5	4,0	3,7	3,9	5,4	5,0	4,8	5,3
Juros reais (%)	0,8	-0,9	1,0	3,3	0,2	-0,1	1,6	2,7	0,2	-0,2	2,1	4,7
Selic (%)	2,25	2,25	4,50	6,9	2,25	3,00	5,00	6,0	1,00	2,50	5,50	9,0

Fonte: IFI.

**Cenário otimista.** No cenário otimista, a recuperação mais robusta da economia no segundo semestre de 2020 e a mitigação de incertezas decorrentes da crise pandêmica produziria efeitos menos traumáticos sobre o mercado de trabalho, impulsionando a dinâmica da economia em 2021. Ainda assim, a taxa de desemprego média subiria de 13,3% em 2020 para 15,3% em 2021, diminuindo a partir de então. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 3,2% e a taxa real de juros real converge para um patamar de 2,4% ao ano.

**Cenário pessimista.** A intensificação do quadro de incertezas gerado pela pandemia e a consequente piora da situação fiscal poderia resultar em deterioração adicional dos preços de ativos financeiros e das expectativas de inflação, o que demandaria um ajuste mais expressivo na política monetária. O cenário pessimista, nesse sentido, é marcado por uma recuperação muito mais lenta da crise. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 1,3% e a taxa real de juros real converge para um patamar mais elevado, ao redor de 5,0% ao ano.