

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de outubro apresenta a atualização das projeções da IFI para as variáveis macrofiscais. A incorporação de novos dados realizados e a reavaliação das hipóteses por trás de cada um dos cenários (base, otimista e pessimista) permitem que as previsões reflitam o estado atual da economia. Uma visão geral de como são elaboradas as projeções dos parâmetros macroeconômicos que subsidiam os cenários fiscais da IFI foi apresentada no Estudo Especial nº13¹.

O cenário macroeconômico da IFI antevê uma aceleração do crescimento do PIB em volume de 4,9% em 2021 e de 1,5% em 2022, após contração de 4,1% em 2020. A perspectiva para o crescimento da economia no próximo ano é menor comparativamente ao cenário publicado em junho de 2021 e igual ao apresentado na revisão preliminar dos cenários publicados no RAF de setembro². O aumento da taxa de juros para patamares contracionistas, dado o objetivo do Banco Central de conter o avanço da inflação e de ancorar as expectativas à meta, restringe o desempenho da demanda agregada. Nesse ambiente, o fechamento do hiato do produto (medida de ociosidade da economia) deve ocorrer de forma gradual até o final de 2024. A partir de então, o crescimento real do PIB se iguala à estimativa para o PIB potencial (2,2%).

As projeções para o crescimento real do PIB no cenário base consideram o arrefecimento da crise sanitária, tendo em conta o avanço do processo de vacinação e a diminuição das restrições à mobilidade, sem contemplar, no entanto, corte no consumo de energia elétrica. Esse risco está quantificado no cenário pessimista, em que a variação esperada para o PIB se situa em 0,1%.

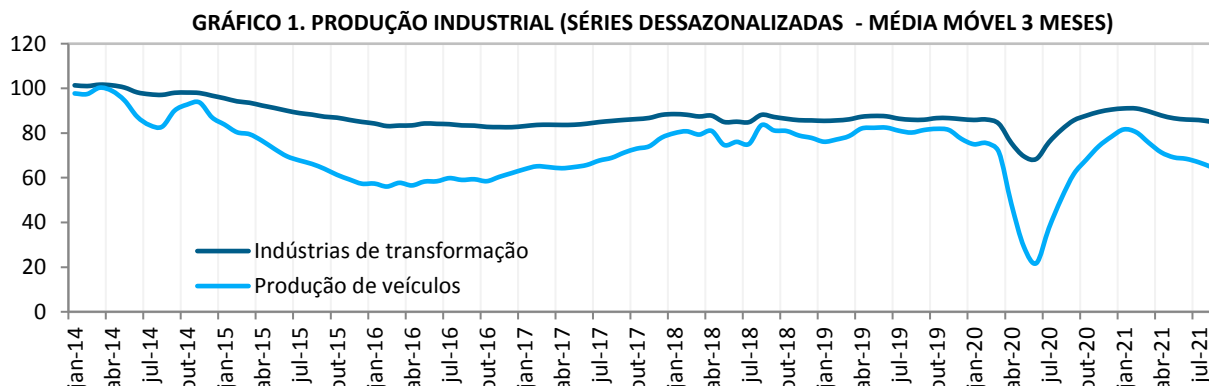
1.1 Atualização do cenário econômico: 2021-2030

1.1.1 Atividade econômica

Os indicadores de atividade apresentam um comportamento heterogêneo entre os setores ao longo do terceiro trimestre. O índice de produção industrial, divulgado pelo IBGE na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) apresentou variação de -0,7% entre julho e agosto, quando descontados os efeitos sazonais. A perda de dinamismo das indústrias de transformação reflete, em grande medida, as interrupções de fornecimento de insumos utilizados na produção de algumas cadeias, devido às restrições impostas pela pandemia e ao aumento de custos (dentre os quais a desvalorização do real e a elevação de patamar dos preços de *commodities* e da tarifa de energia elétrica). A produção de veículos - segmento bastante afetado pela escassez de insumos - diminuiu 3,1% entre julho e agosto, intensificando a trajetória de declínio observada já desde o início do ano. O Gráfico 1 exibe a tendência dos índices das indústrias de transformação e da produção de veículos através da média móvel de três meses.

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

² O RAF de junho de 2021 está disponível em: <https://bit.ly/3BMu1do>; já o RAF de setembro está disponível em: <https://bit.ly/3BGS6SR>.



Comércio é afetado pela inflação; volume de serviços avança pelo quinto mês consecutivo. A redução da renda disponível das famílias, no contexto de alta da inflação, afeta de maneira mais evidente a dinâmica das vendas no varejo. De acordo com o IBGE, na Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), o índice do volume de vendas no varejo ampliado de agosto cedeu 2,5% na comparação com julho, na série com ajuste sazonal. Por outro lado, o setor de serviços vem ganhando tração com o avanço da vacinação e a flexibilização das restrições de mobilidade. Na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS-IBGE), o volume de serviços em agosto subiu 0,5% comparado a julho, na série com ajuste sazonal, sendo a quinta taxa positiva consecutiva (ganho acumulado de 6,5% entre abril e agosto).

Indicador consolidado de atividade econômica recua 0,2% em agosto. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, recuou 0,2% na passagem de julho para agosto, na série com ajuste sazonal (Tabela 1). O índice de agosto deixou um *carry-over* de 0,1% para o terceiro trimestre, sugerindo, assim, estabilidade para o resultado do PIB no período.

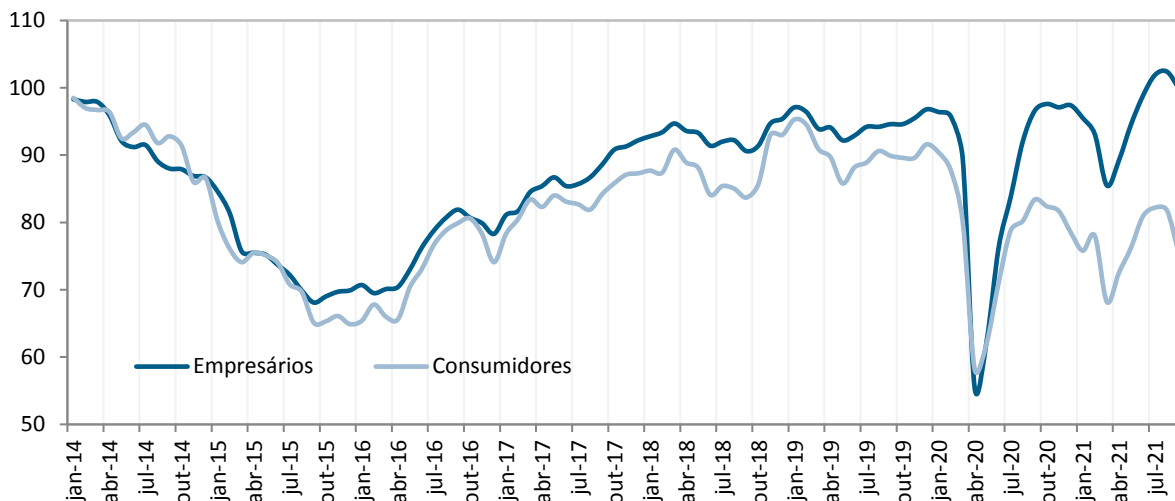
TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Carry-over
	jun/21	jul/21	ago/21	jun/21	jul/21	ago/21	3º trimestre
Produção industrial	-0,5%	-1,2%	-0,7%	-3,0%	-1,4%	-1,2%	-1,5%
Vendas no varejo ampliado	-2,4%	1,1%	-2,5%	2,8%	2,7%	0,8%	-1,1%
Volume de serviços	1,8%	1,1%	0,5%	2,2%	3,1%	4,3%	3,3%
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	0,2%	0,2%	-0,2%	-0,4%	-0,5%	0,2%	0,1%

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Indicadores de setembro trazem sinais mistos. Os índices de confiança empresarial e do consumidor produzidos pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) recuaram, nessa ordem, -2,5 e -6,5 pontos percentuais (p.p.) entre agosto e setembro, interrompendo a trajetória de alta iniciada em abril. A piora recente pode estar relacionada ao quadro de alta da inflação e da taxa básica de juros, além do agravamento da crise hídrica e energética.

GRÁFICO 2. ÍNDICES DE CONFIANÇA (SÉRIES DESSAZONALIZADAS)



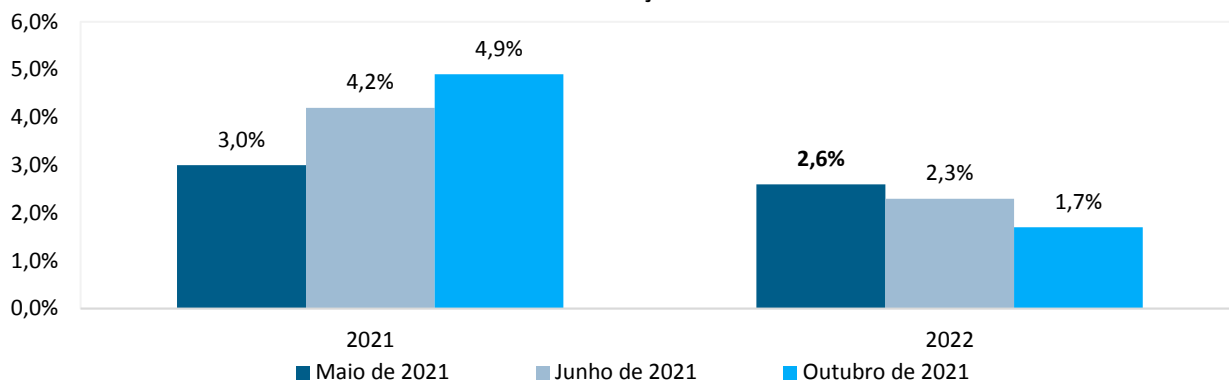
Fonte: FGV. Elaboração: IFI

Os indicadores industriais, por outro lado, apresentaram desempenho positivo. O Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI), publicado pela FGV na Sondagem da Indústria, subiu 0,5 p.p. entre agosto e setembro, ao passar de 79,7% para 80,2% (em termos dessazonalizados), enquanto a produção de veículos nas montadoras do país, divulgada pela Anfavea (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores) avançou 6,4% na comparação mensal, compensando apenas parcialmente a perda acumulada desde o início do ano.

A projeção da IFI para o PIB em volume contempla crescimento de 4,9% em 2021 e 1,7% em 2022, após contração de 4,1% registrada em 2020. Comparativamente às projeções apresentadas no relatório de junho, a perspectiva de crescimento é mais forte nesse ano e mais fraca no ano seguinte (Gráfico 3). A melhora na perspectiva para 2021 é compatível com a incorporação do resultado do PIB do segundo trimestre e com os sinais emitidos pelos indicadores setoriais de alta frequência. A elevação de preços de *commodities* e a recuperação do setor de serviços acompanhando o aumento da mobilidade sustentam uma taxa de expansão mais elevada do que o previsto anteriormente.

A revisão para baixo na taxa de crescimento de 2022, por sua vez, decorre da maior alta dos juros necessária para conter o avanço da inflação. As projeções para o crescimento real do PIB no cenário base da IFI consideram o arrefecimento da crise sanitária, tendo em conta o avanço do processo de vacinação, sem contemplar, no entanto, um quadro de restrições ao consumo de energia - risco quantificado no cenário pessimista, em que a variação esperada para o PIB se situa em 0,1%.

**GRÁFICO 3. TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL DO PIB EM VOLUME
POR DATA DE PUBLICAÇÃO DO RAF**



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

A expectativa de desaceleração do crescimento esperado para 2022 (de 4,9% para 1,7%) deriva, em grande medida, do aperto da política monetária, que se traduz em menor estímulo à demanda agregada, e da redução no ritmo de crescimento da atividade econômica nos principais parceiros comerciais, refletida no desempenho mais brando das exportações.

Crescimento mundial menos vigoroso. No âmbito da economia internacional, as premissas utilizadas pela IFI derivam do cenário apresentado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) no relatório *World Economic Outlook*³. Na edição de outubro, o FMI reduziu em 0,1 p.p. a expectativa para o crescimento do PIB mundial em 2021 (para 5,9%) - após contração de 3,1% em 2020. Para 2022, espera-se desaceleração da atividade econômica global, com expansão adicional de 4,9%. Como se observa na Tabela 2, a taxa de variação anual do PIB da China (principal destino do volume exportado pelo Brasil) é estimada em 8,0% em 2021, desacelerando, no ano seguinte, para 5,6%.

TABELA 2. CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME MUNDIAL E DOS PRINCIPAIS PARCEIROS COMERCIAIS

	2018	2019	2020	2021	2022	2026
Mundo	3,6%	2,8%	-3,1%	5,9%	4,9%	3,3%
Economias avançadas	2,3%	1,7%	-4,5%	5,2%	4,5%	1,6%
Mercados emergentes e economias em desenvolvimento	4,6%	3,7%	-2,1%	6,4%	5,1%	4,4%
China	6,8%	6,0%	2,3%	8,0%	5,6%	4,9%
Estados Unidos	2,9%	2,3%	-3,4%	6,0%	5,2%	1,7%
Área do Euro	1,9%	1,5%	-6,3%	5,0%	4,3%	1,4%
Argentina	-2,6%	-2,1%	-9,9%	7,5%	2,5%	1,8%

Fonte: FMI. Elaboração: IFI. No apêndice estatístico do WEO, as projeções são apresentadas para os anos de 2021, 2022 e 2026.

Comparação com as estimativas de outras instituições. O ambiente econômico e político conturbado, além das dúvidas quanto à evolução da pandemia em termos globais, produz um elevado grau de incerteza sobre as projeções do PIB de 2022, ilustrado pela dispersão das estimativas divulgadas pelas instituições elencadas na Tabela 3. Como se observa, a previsão para a taxa real de crescimento do produto para o próximo ano está compreendida entre 1,5% (IBRE e FMI) e 2,5% (SPE). Alguns bancos e consultorias, por sua vez, projetam avanço do PIB inferior a 1% em 2022⁴, magnitude ainda abaixo da média de mercado no Boletim Focus.

³ Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021>

⁴ Segundo matéria do Valor Econômico: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2021/09/15/previsoes-pioram-e-indicam-avanco-do-pib-inferior-a-1-em-2022.ghtml>

TABELA 3. COMPARAÇÃO COM A ESTIMATIVA DE OUTRAS INSTITUIÇÕES (PIB)

	IFI	SPE ⁵	FGV IBRE ⁶	Ipea ⁷	Banco Central ⁸	FMI
2021	4,9%	5,3%	4,9%	4,8%	4,7%	5,2%
2022	1,7%	2,5%	1,5%	1,8%	2,1%	1,5%

Elaboração: IFI.

No Boletim Focus, as projeções para o PIB de 2021 e 2022 estacionaram ao redor de 5,0% e 1,5%. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para o PIB de 2021 chegou a 5,0% no dia 15 de outubro (intervalo de um desvio-padrão entre 4,8% e 5,3%), depois de ter atingido 5,2% em julho e agosto. A média das previsões de mercado cadastradas no Boletim Focus para o crescimento de 2022, por sua vez, encontra-se em 1,5% (com intervalo de um desvio-padrão entre 1,1% e 1,9%).

Projeção para o crescimento do PIB de médio prazo é de 2,2%. No cenário base da IFI, supõe-se que a ociosidade da economia (medida pelo hiato do produto) seja eliminada no final de 2024. A partir de então, o crescimento real do PIB é estimado em 2,2% (retornando à relação com o PIB potencial), valor pouco mais baixo que a média histórica dos últimos anos (ao redor de 2,5%), pois se espera que a força de trabalho cresça mais lentamente do que no passado, devido ao envelhecimento da população. A estimativa do crescimento potencial (conceito que pode ser expresso como o crescimento máximo de produção que a economia pode alcançar sem gerar pressões inflacionárias) é realizada a partir da abordagem da função de produção⁹, levando-se em conta uma hipótese para a evolução da produtividade total dos fatores e as perspectivas para o crescimento do estoque de capital e da força de trabalho.

1.1.2 Mercado de trabalho

Taxa de desemprego recuou na comparação com o mesmo período do ano passado. A taxa de desemprego atingiu 13,7% da força de trabalho no trimestre encerrado em julho, diminuindo 0,1 p.p. na comparação com igual período do ano anterior (13,8%), de acordo com as estatísticas obtidas na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), do IBGE. A diminuição do indicador nessa base de comparação não ocorria desde março de 2020. O resultado refletiu o avanço expressivo da população ocupada (8,6%) e da força de trabalho (8,4%).

Avanço da força de trabalho impacta a taxa de participação. A relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar (indicador conhecido como taxa de participação) atingiu 58,5% no trimestre encerrado em julho, avançando 3,8 p.p. em relação ao patamar registrado no mesmo período do ano anterior.

Melhora da ocupação acompanha resposta do emprego informal. A população ocupada no país somou 89 milhões de pessoas no trimestre encerrado em julho, subindo 8,6% na comparação com o mesmo período de 2020. Os números da Tabela 4 mostram que a melhora da ocupação foi impulsionada, principalmente, pela dinâmica do emprego informal¹⁰ (de 30,7 milhões no trimestre encerrado em julho de 2020 para 36,3 milhões no trimestre encerrado em julho de 2021 e variação de 18,2%), com destaque ao avanço do número de pessoas ocupadas sem carteira no setor privado (19%) e por conta própria (17,6%). Ainda que em menor magnitude, a retomada do emprego formal começou a aparecer na PNAD Contínua, sendo que o número de trabalhadores formalizados avançou de 51,2 milhões para 52,7 milhões (variação de 2,8%).

⁵ <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-macrofiscal/2021/boletimmacrofiscalsetembro2021secretario.pdf/view>

⁶ <https://blogdoibre.fgv.br/posts/desemprego-alto-e-desafio-para-governo-em-2022-e-pode-persistir-ate-2026>

⁷ https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/210930_nota_33_visao_geral.pdf

⁸ <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri>

⁹ Para mais detalhes, acesse o Estudo Especial nº 4 “Hiato do produto na economia brasileira: estimativas da IFI pela metodologia de função de produção”, disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

¹⁰ Inclui as seguintes posições: setor privado e doméstico sem carteira assinada, empregador e conta própria sem CNPJ e trabalhador familiar auxiliar.

TABELA 4. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO

Indicadores de emprego	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Percentual em relação ao total de ocupados		
	jul/20	jun/21	jul/21	jul/20	jun/21	jul/21	jul/20	jun/21	jul/21
População ocupada	82.027	87.791	89.042	-12,3%	5,3%	8,6%	100%	100%	100%
População ocupada no mercado informal	30.694	35.618	36.295	-20,7%	15,8%	18,2%	37,4%	40,6%	40,8%
População ocupada no mercado formal	51.333	52.173	52.747	-6,5%	-0,8%	2,8%	62,6%	59,4%	59,2%
Setor privado	38.076	40.212	40.970	-15,0%	3,7%	7,6%	46,4%	45,8%	46,0%
Com carteira assinada	29.385	30.189	30.631	-11,3%	0,1%	4,2%	35,8%	34,4%	34,4%
Sem carteira assinada	8.691	10.023	10.339	-25,5%	16,0%	19,0%	10,6%	11,4%	11,6%
Trabalhador doméstico	4.593	5.108	5.332	-26,9%	8,4%	16,1%	5,6%	5,8%	6,0%
Setor público	12.119	11.821	11.790	3,5%	-4,4%	-2,7%	14,8%	13,5%	13,2%
Empregador	3.938	3.788	3.746	-9,1%	-4,2%	-4,9%	4,8%	4,3%	4,2%
Conta própria	21.406	24.839	25.172	-11,6%	14,7%	17,6%	26,1%	28,3%	28,3%
Trabalhador familiar auxiliar	1.895	2.023	2.032	-15,0%	8,7%	7,2%	2,3%	2,3%	2,3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

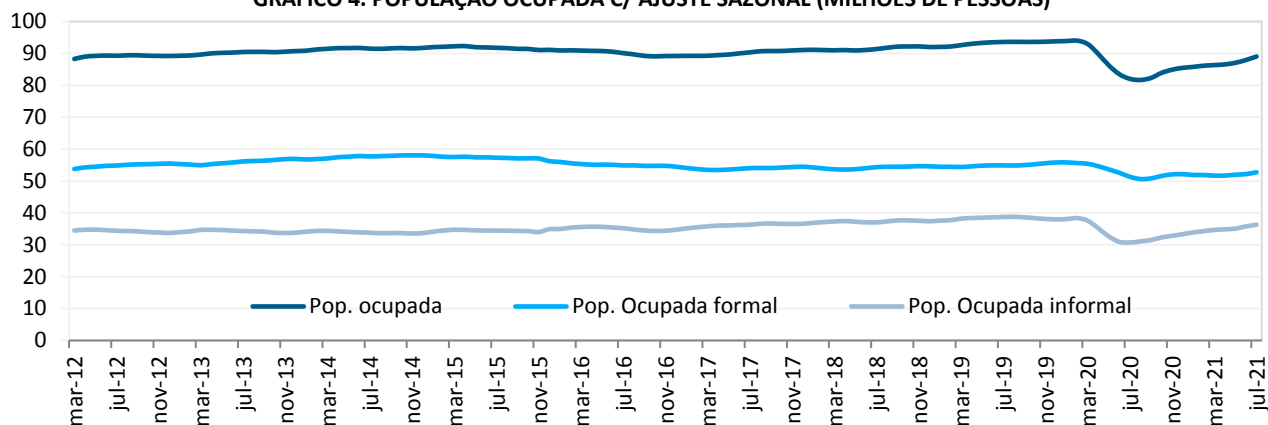
Subutilização da força de trabalho é elevada. No trimestre encerrado em julho, o contingente de pessoas acima de 14 anos de idade desocupadas (14,1 milhões) ou subocupadas por insuficiência de horas trabalhadas (7,7 milhões) ou desalentadas¹¹ (5,4 milhões) totalizou 27,2 milhões de indivíduos, configurando alta de 10,1% na comparação com mesmo período do ano anterior. Caso esses indivíduos que deixaram de trabalhar fossem contabilizados na força de trabalho, a taxa de desemprego estaria em 23,4%, 0,3 p.p. acima da taxa verificada em igual período do ano anterior (23,1%).

Rendimento médio real recuou 8,8% na comparação com igual período de 2020. A piora do ambiente inflacionário e a elevada taxa de desocupação em termos históricos são fatores limitantes do poder dos trabalhadores nas negociações por aumento de salários. Adicionalmente, o aumento mais concentrado das contratações em atividades de menor remuneração também ajuda a explicar a queda no rendimento. Como resultado, observou-se também queda de 1,0% no indicador de massa salarial (rendimento médio multiplicado pelo número de pessoas ocupadas).

O mercado de trabalho se recupera lentamente; nível de emprego permanece abaixo do patamar pré-pandemia. O patamar atual da população ocupada ainda se encontra 5,3% abaixo do observado em fevereiro de 2020. A série com ajuste sazonal da população ocupada exibe uma trajetória ascendente desde o terceiro trimestre de 2020, mas ainda insuficiente para levar o nível de emprego ao patamar observado antes da pandemia.

¹¹ Pessoas desalentadas ou desestimuladas são aquelas que não haviam realizado busca efetiva, mas gostariam de ter um trabalho e estavam disponíveis para trabalhar na semana de referência.

GRÁFICO 4. POPULAÇÃO OCUPADA C/ AJUSTE SAZONAL (MILHÕES DE PESSOAS)



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

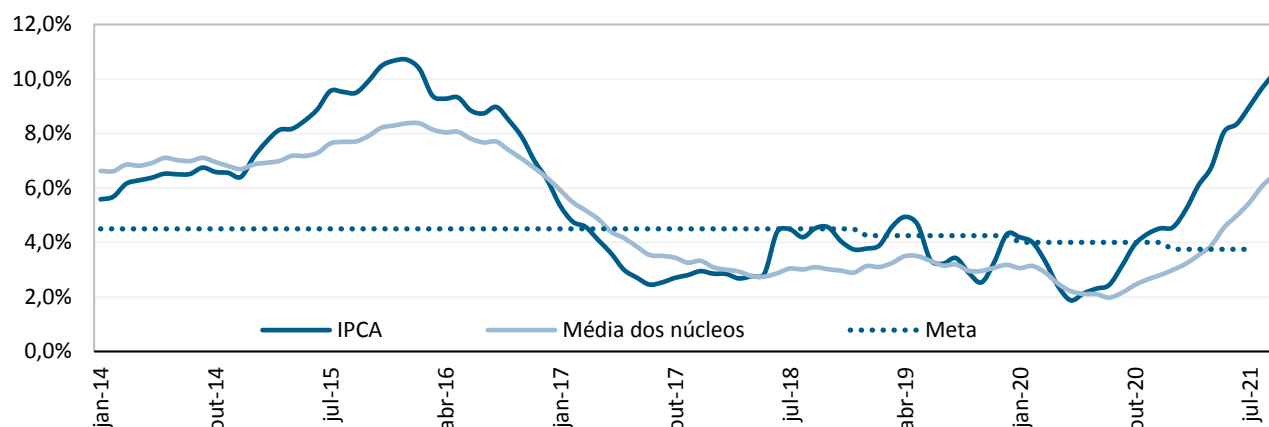
Taxa de desemprego é estimada em 13,9% no cenário base em 2021 e 13,4% em 2022. A ocupação deverá aumentar 3,0% em 2021, acima da projeção anterior (2,1%). Para 2022, projeta-se crescimento adicional de 1,5%. A taxa de desemprego deve permanecer em patamar elevado em 2021 (13,9%) e 2022 (13,4%) e diminuir gradualmente para 12,3% (média de 2023 a 2030). A lenta queda da taxa de desemprego é explicada pelo baixo crescimento econômico, restringindo a evolução das contratações e pelo retorno, em paralelo, de pessoas da inatividade para a força de trabalho.

1.1.3 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor atingiu 10,25% nos últimos doze meses encerrados em setembro. A inflação ao consumidor, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), avançou de 0,87% em agosto para 1,16% em setembro. Na mesma comparação, a taxa acumulada em doze meses acelerou de 9,68% para 10,25%, mantendo-se bem acima da meta para a inflação (3,75% com intervalo de 1,5 p.p. para cima e para baixo). Já a média dos núcleos¹² de inflação construídos pelo Banco Central (diversas medidas que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade) passou de 6,1% para 6,5% no acumulado em 12 meses, entre agosto e setembro, permanecendo também acima do teto da meta de inflação.

¹² O conjunto proposto pelo Banco Central para acompanhamento conjuntural é formado por cinco núcleos: Ex-0, Ex-3, MS, DP e P55, conforme Relatório de Inflação de Junho de 2020: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202006/ri202006b10p.pdf>

GRÁFICO 5. IPCA E NÚCLEOS (VAR. % ACUMULADA EM 12 MESES)



Fonte: IBGE. e Banco Central. Elaboração: IFI.

Inflação está disseminada entre segmentos do IPCA. Em setembro, o conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, avançou 1,9% (variação acumulada de 15,7% em doze meses). Já os preços livres exibiram alta de 0,9% (8,4% em doze meses). Dentre os preços livres (conjunto de itens mais sensíveis às condições de oferta e de demanda), as pressões vieram, nessa ordem, dos bens industriais (1,0% e 10,6%), da alimentação no domicílio (1,0% e 16,6%) e dos preços de serviços (0,6% e 4,4%), que reagem à normalização da atividade do setor. O processo inflacionário, afetado inicialmente pelos choques nos preços de alimentos, combustíveis, energia e bens industriais, está amplamente disseminado entre os componentes do IPCA.

Expectativas de inflação para 2021 e 2022 estão desancoradas. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no Boletim Focus do Banco Central, a perspectiva para o IPCA chegou a 8,7% no dia 15 de setembro (intervalo de um desvio-padrão entre 8,4% e 8,9%). A média das previsões de mercado cadastradas no Boletim Focus para o IPCA de 2022, por sua vez, atingiu 4,2% no início de outubro (com intervalo de um desvio-padrão entre 3,8% e 4,6%), distanciando-se da meta de 3,5% estabelecida para o próximo ano.

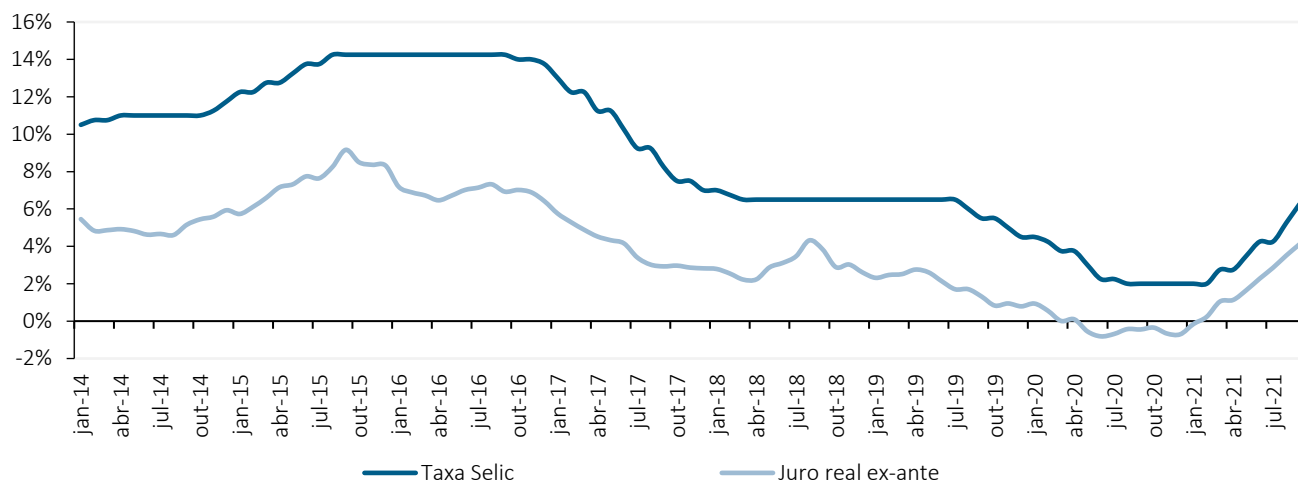
Aumento da taxa Selic para conter avanço das estimativas de inflação. Em setembro, o Comitê de Política Monetária (Copom) anunciou a elevação da taxa Selic em um ponto percentual e indicou ser necessário realizar outro ajuste de mesma magnitude, caso não se observem mudanças significativas no quadro de inflação e de atividade. Entre março e setembro, a taxa Selic subiu de 2,0% para 6,25% (Gráfico 6).

Em termos reais (no conceito *ex-ante*), a taxa de juros - obtida com base na taxa das operações de swap pré-DI¹³ para o prazo de um ano (9,0%) descontada da taxa projetada da inflação¹⁴ no mesmo horizonte (4,7%) - atingiu 4,1% em setembro, depois de permanecer no terreno negativo entre maio de 2020 e janeiro de 2021. O aperto monetário tem levado a taxa de juros real a patamares restritivos à atividade econômica, em um momento em que a recuperação cíclica da atividade econômica não está consolidada.

¹³ Taxa referencial dos contratos de swap entre DI e pré-fixada de 360 dias: fim de período, obtida no Ipeadata.

¹⁴ Projeção do IPCA 12 meses à frente (suavizada) obtida no Boletim Focus/BCB.

GRÁFICO 6. TAXA DE JUROS



Fonte: Ipeadata e Banco Central. Elaboração: IFI.

As projeções da IFI para a inflação e os juros foram elevadas em 2021 e 2022. O IPCA deverá encerrar o ano em 8,7%, acima do teto da meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de 5,25%, patamar mais alto que a projeção anterior (5,7%). A inflação corrente mais pressionada – refletindo a elevação do preço do petróleo, a depreciação da taxa de câmbio, a alta de preços de insumos industriais, a crise hídrica (via preços de alimentos e energia elétrica) e a aceleração dos preços de serviços – se traduz em maior inércia para a inflação de 2022. Nesse sentido, a projeção atual para o IPCA do próximo ano foi ajustada de 3,6% para 4,0%. Os juros básicos, por sua vez, devem atingir 8,25% no fim de 2021 e 8,5% no fim de 2022 em meio ao cenário de inflação delineado.

No médio prazo, espera-se que a taxa de inflação caminhe para a meta (3,0%), enquanto a taxa Selic converge para 6,5%. Assim como o produto potencial e o hiato do produto, a estimativa da taxa de juros real natural (ou neutra) é uma variável não observada e de difícil estimativa. A variável constitui, no entanto, um ponto de referência na condução da política monetária sob o regime de metas de inflação, pois representa a taxa de juros consistente com o crescimento do PIB igual ao crescimento potencial e com a taxa de inflação na meta. A taxa de juros, estando abaixo da taxa natural, estimula a atividade econômica. Quando a taxa de juros se posiciona acima da taxa natural, seu efeito sobre o PIB é contracionista. No horizonte de projeções, assume-se que a taxa de juros real siga uma relação de paridade, através da qual a taxa de juros doméstica se iguala à taxa de juros internacional acrescida do prêmio de risco-país e da depreciação esperada da taxa de câmbio. Entre 2023 e 2030, a perspectiva para a taxa Selic é consistente com a taxa de juros real natural (calculada em torno 3,5%) somada à meta de inflação (3,0%).

1.1.4 Deflator implícito do PIB e PIB nominal

Deflator implícito e PIB nominal. Em 2021 e 2022, as projeções do deflator implícito do PIB (10,1% e 6,3%) são definidas através de uma média ponderada entre as variações médias do IPCA e do IGP-DI. Entre 2023 e 2030, a previsão para o deflator (3,9%) é construída a partir das seguintes hipóteses: (i) a diferença média entre as taxas de variação do deflator do consumo das famílias e do IPCA, observada historicamente, permaneça nos próximos anos, (ii) o deflator do consumo do governo e o deflator da formação bruta de capital fixo (FBCF) cresçam de forma alinhada ao IPCA, e (iii) o deflator das exportações cresça em linha com o deflator das importações (o que implica um cenário neutro para a evolução dos termos de troca).

A conjugação dos efeitos de volume e preço no PIB deverá resultar em uma variação do PIB nominal mais elevada em 2021 e 2022. O crescimento real de 4,9% e o deflator de 10,1% devem produzir alta nominal do PIB, entre 2020 e 2021, de 15,5%. Essa variação conduziria o PIB nominal a R\$ 8,6 trilhões em 2021, maior que a projeção de R\$ 8,4 trilhões

apresentadas no RAF de junho de 2021. A variação do PIB nominal em 2022 é estimada em 8,1% (para R\$ 9,3 trilhões), desacelerando para 6,1%, em média, entre 2023 e 2030.

1.1.5 Cenários alternativos

Cenários alternativos ganham relevância em contexto de maior risco e volatilidade. Os cenários alternativos – otimista e pessimista – levam em consideração o balanço de riscos, o que é particularmente importante neste contexto de incerteza elevada. Os gatilhos dos cenários alternativos estão associados ao risco-país, que pode afetar, sobretudo, a inflação e a taxa de câmbio, e disparar quadros mais ou menos benignos em relação ao cenário base.

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 FMI e pelo *Congressional Budget Office* (CBO) em suas publicações mais recentes.

A Tabela 5 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base e para 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 5. CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA DA IFI – VERSÃO ATUAL E PASSADA (RAF DE JUNHO/2021)

	Cenário Base			Cenário Otimista			Cenário Pessimista		
a. Versão Atual	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	8600	9300	12334	8581	9360	12930	8653	9297	12449
PIB – Taxa de variação nominal (%)	15,5	8,1	6,2	15,2	9,1	7,2	16,2	7,4	6,4
PIB – Taxa de variação real (%)	4,9	1,7	2,2	5,2	3,2	3,3	4,7	0,1	1,3
Deflator implícito do PIB (%)	10,1	6,3	3,9	9,6	5,7	3,8	10,9	7,3	5,0
IPCA (%)	8,7	4,0	3,1	8,5	3,3	3,0	9,1	5,3	4,2
Taxa de desemprego (%)	13,9	13,4	12,4	13,5	12,4	11,3	13,9	14,6	14,4
Pop. Ocupada (%)	3,0	1,5	1,1	3,5	2,1	1,6	2,5	0,1	0,7
Prêmio de risco – Embi (final de período)	330	400	306	300	350	256	350	450	356
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,35	5,75	5,40	5,25	5,55	5,00	5,45	5,92	6,41
Juros reais (%)	-0,4	4,3	3,3	-0,4	3,6	2,7	-0,6	4,9	5,1
Selic (%)	8,25	8,50	6,50	8,00	7,00	5,75	8,50	10,50	9,50
b. Versão passada	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	8386	8977	11932	8468	9123	12712	8287	8899	11880
PIB – Taxa de variação nominal (%)	12,6	7,0	6,3	13,7	7,7	7,3	11,3	7,4	6,4
PIB – Taxa de variação real (%)	4,2	2,3	2,3	5,4	3,3	3,5	2,8	1,8	1,3
Deflator implícito do PIB (%)	8,0	4,6	3,9	7,9	4,3	3,7	8,3	5,5	5,1
IPCA (%)	5,7	3,6	3,2	5,5	3,2	3,0	6,5	4,4	4,4
Taxa de desemprego (%)	14,2	13,9	12,7	13,5	12,5	11,3	14,7	14,6	14,6
Pop. Ocupada (%)	2,1	1,4	1,2	3,5	2,0	1,6	1,5	1,0	0,7
Prêmio de risco – Embi (final de período)	300	300	300	225	225	225	350	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,27	5,26	5,26	4,85	4,83	4,83	5,47	5,69	6,35
Juros reais (%)	-0,2	1,8	3,3	-0,4	1,8	2,7	-0,5	2,5	5,0
Selic (%)	5,50	5,50	6,69	5,00	5,00	5,81	6,00	7,00	9,62

Fonte: IFI.

Racionamento de energia motivado pela falta de chuvas poderia retirar 0,6 p.p. do crescimento do PIB em 2022 em um cenário pessimista. A dimensão dos efeitos potenciais da crise energética sobre o PIB foi calculada a partir de uma metodologia proposta pelo Banco Central¹⁵ no Relatório de Inflação de junho de 2001. No exercício, a magnitude do

¹⁵ “Efeitos do racionamento de energia elétrica sobre o PIB em 2001.” Banco Central do Brasil, Relatório de Inflação (Junho de 2001). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2001/06/ri200106b3p.pdf>

impacto (predominantemente absorvido pelo setor industrial) é determinada por fatores como o percentual de autogeração de energia, o percentual de atenuação dos efeitos devido aos processos de racionalização, redirecionamento geográfico da produção e substituição de fontes energéticas e o percentual da produção do setor situado na região de racionamento, além de depender de parâmetros associados à elasticidade energia-produto. O cálculo do impacto sobre o produto decorrente de um corte efetivo de 10% no consumo de energia elétrica, que poderia retirar 0,6 p.p. do crescimento esperado para o PIB em 2022, deve ser visto com certa cautela. Considerado esse efeito, a taxa de variação para o PIB de 2022, em volume, é de 0,1%.

A intensificação das incertezas presentes no cenário base (crise hídrica e energética e riscos associados ao desequilíbrio fiscal e ao equilíbrio político-institucional) poderia resultar em deterioração adicional dos preços de ativos financeiros e das expectativas de inflação, demandando um ajuste mais expressivo na política monetária. Nesse ambiente, supõe-se que o prêmio de risco avance para 450 pontos no fim de 2022, quando a taxa de câmbio poderia alcançar R\$/ US\$ 5,92 (acima do esperado no cenário base: 400 pontos e R\$/ US\$ 5,75).

O cenário pessimista é marcado por uma reação muito mais lenta do produto e do mercado de trabalho. Como as expectativas de inflação ficam posicionadas acima da meta de inflação ao longo do horizonte de projeção, a taxa de juros nominal é elevada (8,50% em 2021, 10,50% em 2022 e 9,5% em média entre 2023 e 2030). No âmbito externo, uma desaceleração mais expressiva no crescimento da economia chinesa, em decorrência da perda de dinamismo do setor imobiliário, também produziria algum efeito negativo sobre a atividade doméstica. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 1,3% e a taxa real de juros converge para um patamar mais elevado, ao redor de 5,0% ao ano.

Cenário otimista. No cenário otimista, o abrandamento dos riscos mapeados acima, além de uma travessia pacífica pelo ano eleitoral, abriria espaço para maior crescimento econômico e redução mais célere da taxa de desemprego comparativamente ao que é observado no cenário base, além de reduzir as pressões inflacionárias derivadas de fatores domésticos. Com o fechamento mais rápido do hiato do produto, a taxa de crescimento do PIB passaria a crescer em linha com o produto potencial no final de 2023. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 3,3% e a taxa real de juros caminha para um patamar de 2,7% ao ano.