

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de novembro apresenta a atualização das projeções da IFI para as variáveis macrofiscais. A incorporação de 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 (EE) nº 13¹.

Após contração de 3,9% em 2020, o PIB em volume deve crescer 4,6% em 2021 e 0,5% em 2022. As perspectivas para o crescimento da economia neste e no próximo ano são mais baixas comparativamente ao cenário publicado em outubro de 2021 (4,9% e 1,7%). No curto prazo, a contração dos principais indicadores setoriais em outubro e a queda generalizada dos índices de confiança em novembro sustentam a perspectiva de um PIB fraco também no último período do ano, após as contrações de -0,4% e -0,1% registradas no segundo e terceiro trimestres. Adicionalmente, a piora da dinâmica esperada para a atividade econômica, sobretudo ao longo de 2022, reflete 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. No médio prazo, espera-se que o ritmo de expansão da atividade econômica caminhe para valores em torno do crescimento do produto potencial (2,1%).

A presente atualização também antecipa um aumento acima do esperado anteriormente para a inflação, medida pelo IPCA, para 10,4% em 2021 e 5,3% em 2022, devendo se estabilizar, nos anos seguintes, dentro da meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), de 3,0%.

1.1 Atualização do cenário econômico: 2021-2030

1.1.1 Atividade econômica

Revisão das séries históricas trouxe alterações nas taxas de crescimento de 2019 e 2020. Como normalmente ocorre nas divulgações do terceiro trimestre, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) revisou as séries históricas do Produto Interno Bruto (PIB) ao incorporar o resultado definitivo das Contas Nacionais de 2019 e atualizar as séries de dados primários adotadas. Em termos práticos, a taxa de crescimento nominal do PIB em 2019 passou de 5,8% para 5,5%, enquanto a de 2020 foi ajustada de 0,6% para 1,1% (Tabela 1). Em valores correntes, o PIB de 2019 alcançou R\$ 7,389 trilhões (R\$ 7,407 na série anterior) e o de 2020 atingiu R\$ 7,468 trilhões (R\$ 7,448 na série anterior).

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

TABELA 1. PIB NOMINAL (R\$ TRILHÕES E VARIAÇÃO ACUMULADA EM 4 TRIMESTRES)

	PIB nominal (R\$ trilhões)		PIB nominal		Deflator		PIB em volume – variação % real	
	Série atual	Série anterior	Série atual	Série anterior	Série atual	Série anterior	Série atual	Série anterior
2018.IV	7,004	7,004	6,4%	6,4%	4,5%	4,5%	1,8%	1,8%
2019.I	7,082	7,089	6,0%	6,1%	4,3%	4,4%	1,6%	1,6%
2019.II	7,177	7,190	5,8%	6,0%	4,2%	4,3%	1,5%	1,6%
2019.III	7,290	7,305	5,6%	5,8%	4,3%	4,4%	1,3%	1,4%
2019.IV	7,389	7,407	5,5%	5,8%	4,2%	4,3%	1,2%	1,4%
2020.I	7,475	7,485	5,6%	5,6%	4,6%	4,5%	0,9%	1,0%
2020.II	7,369	7,360	2,7%	2,4%	4,9%	4,5%	-2,1%	-2,1%
2020.III	7,377	7,367	1,2%	0,8%	4,6%	4,4%	-3,3%	-3,4%
2020.IV	7,468	7,448	1,1%	0,6%	5,1%	4,8%	-3,9%	-4,1%
2021.I	7,688	7,652	2,8%	2,2%	6,6%	6,2%	-3,5%	-3,8%
2021.II	8,106	8,087	10,0%	9,9%	7,9%	8,0%	1,9%	1,8%
2021.III	8,433	-	14,3%	-	10,0%	-	3,9%	-

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Crescimento do PIB nominal no terceiro trimestre foi explicado, principalmente, pela elevação do nível de preços. No terceiro trimestre, o PIB totalizou R\$ 2,215 trilhões em valores correntes (R\$ 8,433 trilhões no acumulado em quatro trimestres). Na comparação com igual período de 2020, o PIB nominal (valor monetário da produção doméstica) subiu 17,3%, influenciado, sobretudo, pela expansão do nível de preços, conforme movimento do deflator implícito (que registrou alta de 12,8%). A variação do PIB real (volume produzido) subiu 4,0%. O PIB nominal em valores correntes e as taxas de variação trimestral (associadas ao PIB nominal, ao PIB em volume e ao deflator implícito) estão sintetizadas na Tabela 2.

TABELA 2. PIB NOMINAL, PIB EM VOLUME E DEFLATOR IMPLÍCITO

	PIB nominal (R\$ trilhões)	PIB nominal	Deflator implícito	PIB em volume – variação % real
	Valores correntes	Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior		
2020.I	1,846	4,9%	5,0%	-0,1%
2020.II	1,722	-5,8%	5,5%	-10,7%
2020.III	1,888	0,4%	4,3%	-3,7%
2020.IV	2,011	4,7%	5,7%	-0,9%
2021.I	2,066	11,9%	10,5%	1,3%
2021.II	2,141	24,3%	10,7%	12,3%
2021.III	2,215	17,3%	12,8%	4,0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Variação do deflator implícito do PIB superou o IPCA. O deflator implícito do PIB, obtido nas Contas Nacionais, é uma medida de inflação mais ampla que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), pois sua variação reflete os preços de todos os bens e serviços produzidos internamente (não apenas de uma cesta específica, como no caso dos índices de preços). Como se observa na Tabela 3, a diferença entre o deflator do PIB e o IPCA atingiu 3,3 pontos percentuais (p.p.), 10% menos 6,7%, superior à diferença entre o deflator do PIB e a média ponderada do IPCA e do IGP-DI² (10,0% menos 10,1% = -0,1 p.p.) no terceiro trimestre de 2021. A variação do IGP-DI, mais abrangente que o IPCA e mais sensível ao comportamento da taxa de câmbio e aos preços de *commodities*, está rodando acima de dois dígitos desde o último trimestre de 2020. O monitoramento dessas diferenças é relevante, pois a trajetória dos indicadores fiscais expressados em relação ao PIB nominal é afetada pela dinâmica do deflator implícito.

² A média ponderada do IPCA e do IGP-DI é utilizada pelo Banco Central para inflacionar o índice de volume da estimativa do PIB mensal, empregado no cálculo da relação entre agregados econômicos mensais (como dívida pública, saldo em transações correntes e saldo de crédito) e o PIB.

TABELA 3. ÍNDICES DE PREÇOS (VARIACIONES MÉDIAS)

	Deflator implícito	IPCA	IGP-DI	Média ponderada IPCA e IGP-DI ³
Média 1997 - 2019	7,4%	6,2%	7,7%	6,4%
2020.I	4,6%	3,7%	6,0%	4,0%
2020.II	4,9%	3,1%	5,9%	3,5%
2020.III	4,6%	3,0%	8,6%	3,8%
2020.IV	5,1%	3,2%	13,0%	4,7%
2021.I	6,6%	3,6%	18,6%	5,8%
2021.II	7,9%	5,0%	25,6%	8,1%
2021.III	10,0%	6,7%	28,9%	10,1%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

PIB cresce 4,0% em relação ao terceiro trimestre de 2020. Pela ótica da oferta (ou da produção), o crescimento de 4,0% do PIB em volume no terceiro trimestre desse ano, quando comparado a igual período do ano anterior, foi impulsionado pelas expansões observadas nos serviços (5,8%) e na indústria (1,3%), enquanto a agropecuária recuou 9,0% (Tabela 4). Na ótica da demanda (ou da despesa), houve crescimento generalizado entre os componentes, com destaque ao desempenho da formação bruta de capital fixo (18,8%), do consumo das famílias (4,2%), e do consumo do governo (3,5%). No setor externo, as exportações de bens e serviços cresceram 4,0%, enquanto o crescimento das importações de bens e serviços foi de 20,6%.

TABELA 4. PIB: ABERTURAS OFERTA E DEMANDA

	Variação contra o mesmo trimestre do ano anterior			Variação contra o trimestre anterior (com ajuste sazonal)		
	1T21	2T21	3T21	1T21	2T21	3T21
PIB	1,3%	12,3%	4,0%	1,3%	-0,4%	-0,1%
Ótica da oferta						
Agropecuária	6,5%	0,1%	-9,0%	3,8%	-2,9%	-8,0%
Indústria	3,3%	16,6%	1,3%	0,9%	-0,5%	0,0%
Serviços	-0,7%	11,0%	5,8%	0,9%	0,6%	1,1%
Ótica da demanda						
Consumo das famílias	-1,7%	10,5%	4,2%	0,5%	-0,2%	0,9%
Consumo do governo	-3,9%	5,8%	3,5%	-0,5%	0,9%	0,8%
Formação bruta de capital fixo	17,8%	33,1%	18,8%	7,9%	-3,0%	-0,1%
Exportações	1,0%	14,2%	4,0%	3,2%	13,7%	-9,8%
Importações	7,5%	20,3%	20,6%	11,3%	-1,3%	-8,3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

O PIB pela ótica da demanda pode ser separado em duas partes: a absorção interna e as exportações líquidas (exportações menos importações), também chamadas de absorção externa. A absorção interna, que representa a soma do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento, contribuiu com 6,4 p.p. para a variação do PIB do terceiro trimestre, enquanto as exportações líquidas (exportações menos importações) exerceram influência negativa, retirando 2,4 pontos de percentagem (Tabela 5) do resultado interanual do PIB. Isso porque as importações exibiram variação mais expressiva que as exportações na comparação com o terceiro trimestre de 2020. Dentro da absorção interna, a formação bruta de capital fixo (3,1 p.p.) representou a principal fonte de crescimento do PIB no período, acompanhada na sequência pelo consumo das famílias (2,6 p.p.) e pelo consumo do governo (0,7 p.p.). A Tabela 5 exhibe as contribuições de cada componente da demanda agregada para a variação interanual do PIB desde o primeiro trimestre de 2020.

³ Os pesos do IPCA e do IGP-DI foram estimados pela IFI através de uma regressão com frequência anual a partir das variações médias do deflator implícito do PIB, do IPCA e do IGP-DI.

TABELA 5. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB EM RELAÇÃO AO MESMO TRIMESTRE DO ANO ANTERIOR

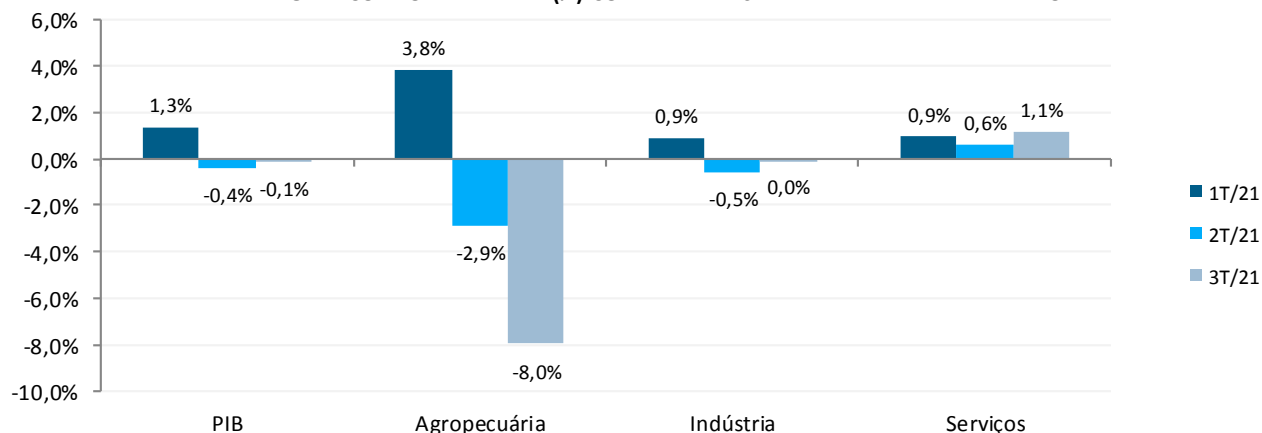
	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	2T21	3T21
PIB	-0,1	-10,7	-3,7	-0,9	1,3	12,3	4,0
Absorção interna	1,0	-12,9	-7,6	-0,8	2,3	12,8	6,4
Consumo das famílias	-0,3	-7,8	-4,0	-2,1	-1,1	6,4	2,6
Consumo do governo	-0,1	-1,7	-1,0	-0,7	-0,7	1,3	0,7
Formação bruta de capital fixo	1,1	-2,2	-1,2	2,0	2,9	5,0	3,1
Variação de estoques	0,4	-1,2	-1,3	0,0	1,3	0,2	0,0
Exportações líquidas	-1,2	2,1	3,8	-0,1	-1,1	-0,5	-2,4

Fonte: IBGE. Elaboração IFI.

Apesar da sequência de dois resultados negativos (“recessão técnica”), os dados do PIB do terceiro trimestre mostram uma economia com dinâmicas setoriais distintas, massem tração. O PIB (em volume) apresentou queda de 0,1% na comparação do segundo trimestre de 2021 com o período imediatamente anterior na série com ajuste sazonal, após queda de 0,4% nos três meses anteriores. Do lado da oferta, o avanço de 1,1% do PIB de serviços, beneficiado pelos efeitos do avanço da vacinação e da flexibilização das restrições de mobilidade, não foi suficiente para compensar a estabilidade da indústria (0,0%) e a perda substancial registrada pela agropecuária (-8,0%).

Segundo o IBGE, o resultado desfavorável do agronegócio pode ser atribuído, em alguma medida, a uma base de comparação alta, uma vez que foi a atividade que mais cresceu no período de pandemia, e à ocorrência de fatores climáticos adversos na época do plantio. No setor industrial, a construção civil foi o único segmento a registrar expansão (3,9%). As indústrias extrativas apresentaram acomodação (-0,4%), depois de um crescimento expressivo ao longo do primeiro semestre, puxado pelos aumentos de preços de *commodities*. Já o segmento da transformação registrou queda de 1,0%, impactado ainda pela desestabilização no fornecimento de insumos e pelo aumento de custos.

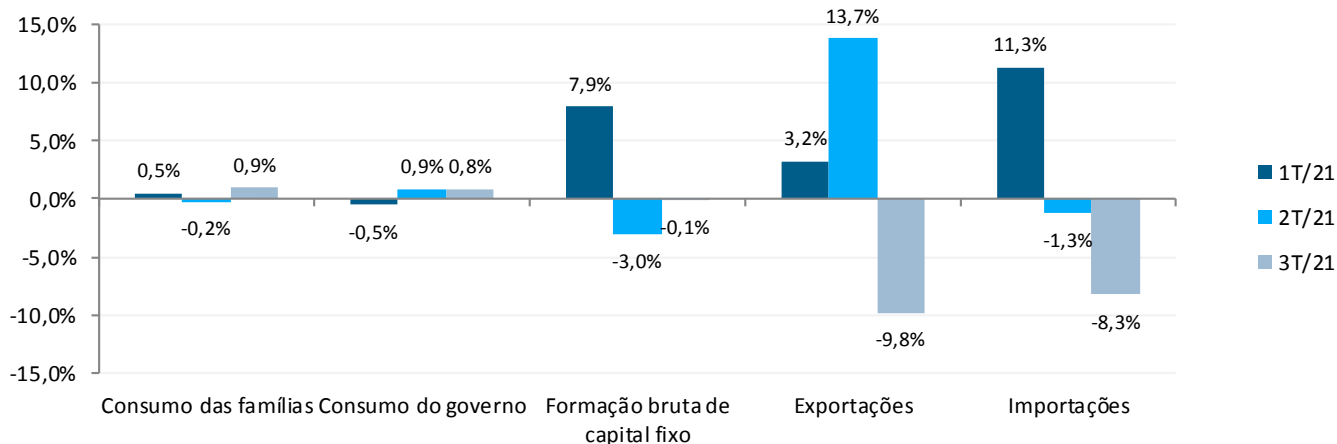
GRÁFICO 1. OFERTA: VAR. (%) CONTRA TRIMESTRE IMEDIATAMENTE ANTERIOR



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Na ótica da despesa, destacam-se os avanços do consumo das famílias (0,9%) e do consumo do governo (0,8%), enquanto a formação bruta de capital fixo ficou praticamente estável (-0,1%). A expansão do consumo reflete a trajetória de recuperação do emprego e os efeitos gerados pelos programas de transferência de renda, embora o avanço da inflação limite o ritmo de crescimento. No setor externo, as exportações de bens e serviços apresentaram queda de 9,8%, enquanto as importações de bens e serviços recuaram 8,3% no terceiro trimestre de 2021 frente ao segundo trimestre.

GRÁFICO 2. DEMANDA: VAR. (%) CONTRA TRIMESTRE IMEDIATAMENTE ANTERIOR



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Atividade segue enfraquecida no quarto trimestre. O índice de produção industrial, divulgado pelo IBGE na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) apresentou variação de -0,6% entre setembro e outubro, quando descontados os efeitos sazonais (quinto resultado negativo consecutivo). Ainda do lado da indústria, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) cedeu 0,6 p.p. (de 81,3% para 80,7%) na passagem outubro para novembro.

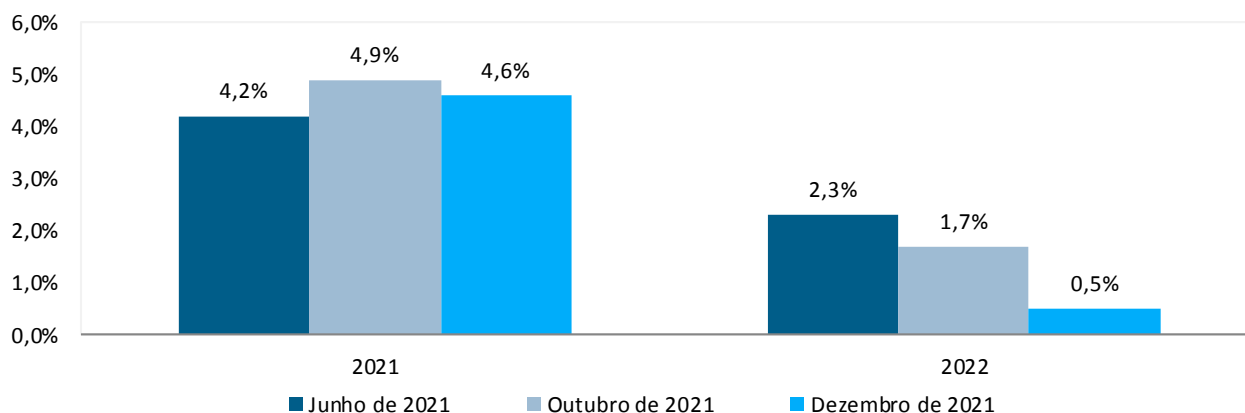
Na Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), o índice do volume de vendas no varejo ampliado de outubro cedeu 0,9% na comparação com setembro, na série com ajuste sazonal (terceiro resultado negativo consecutivo), refletindo a piora da renda disponível pela alta de inflação. Adicionalmente, os índices de confiança empresarial e do consumidor produzidos pela Fundação Getulio Vargas (FGV) recuaram, nessa ordem, 3,3 e 1,4 p.p. entre outubro e novembro, indicando uma piora ampla das perspectivas em relação ao cenário econômico diante da intensificação do ciclo de aperto monetário.

PIB crescerá 4,6% no cenário base, em 2021, e 0,5% em 2022, após contração de 3,9% registrada em 2020. A partir dos dados de atividade disponíveis para outubro e novembro, a projeção da IFI para o PIB do quarto trimestre é de estabilidade na comparação com o trimestre imediatamente anterior (0,1%) e alta de 1,4% na comparação com o mesmo período do ano passado. Assim, a projeção para o crescimento de 2021 foi ajustada de 4,9% para 4,6%. A contração dos principais indicadores setoriais em outubro e a queda generalizada dos índices de confiança em novembro sustentam a perspectiva de um PIB fraco também no último período do ano.

Para 2022, a revisão mais expressiva (de 1,7% para 0,5%) decorre da piora das condições financeiras (prêmio de risco, taxa de câmbio e juros) e da menor influência do efeito *carry-over*. Ao contrário do que ocorreu em 2021, o carregamento estatístico não deve gerar um efeito positivo para o PIB do próximo ano, o que facilitaria o alcance de uma taxa mais expressiva. O *carry-over* de 2020 para 2021 foi de 3,7%, enquanto na passagem de 2021 para 2022 é estimado em -0,2%.

Comparativamente às projeções apresentadas no relatório de outubro, a perspectiva de crescimento é mais fraca nesse ano e no ano seguinte (Gráfico 3). A piora na perspectiva para 2021 é compatível com a incorporação do resultado do PIB do terceiro trimestre e com os sinais emitidos pelos indicadores setoriais de alta frequência. A revisão para baixo na taxa de crescimento de 2022, por sua vez, decorre principalmente do 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.

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



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

No médio prazo, o crescimento real do PIB é estimado pela IFI em 2,1%. O valor estimado para o crescimento potencial da economia é pouco menor 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 produção⁴, 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.

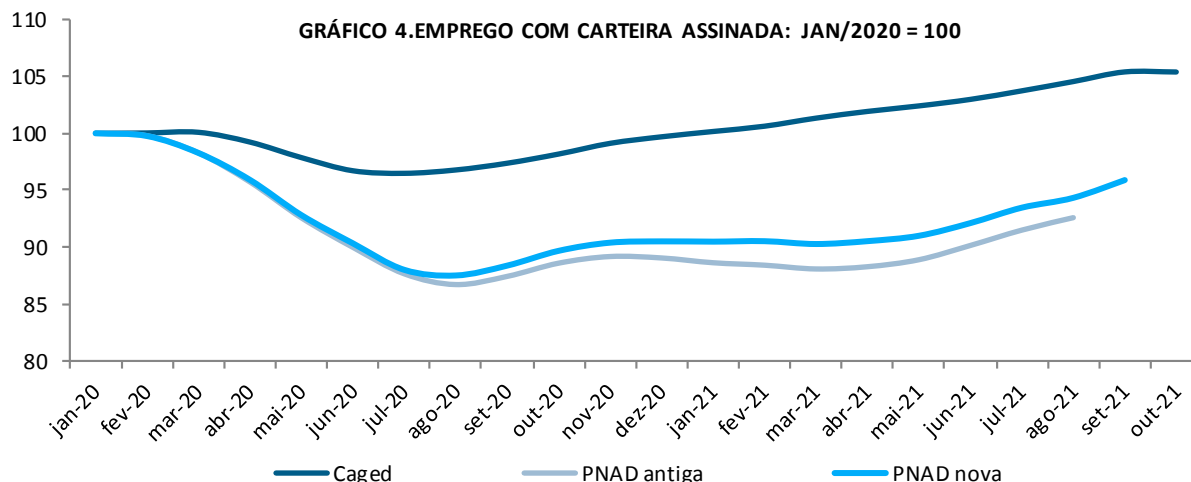
1.1.2 Mercado de trabalho

PNAD Contínua passou por mudanças metodológicas. Na divulgação do terceiro trimestre, as séries da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) foram revisadas com a incorporação de ajustes metodológicos. A revisão realizada pelo IBGE⁵, alinhada às práticas internacionais, buscou refinar a qualidade das estatísticas após uma fase de coleta de dados por telefone no início da pandemia que reduziu o número de entrevistas, provocou mudanças na composição da amostra e, possivelmente, gerou algum viés na estimativa dos indicadores.

Os ajustes nas principais variáveis do mercado de trabalho, de toda forma, não alteraram a dinâmica observada até então, tampouco a interpretação do impacto da pandemia no nível de emprego e na taxa de participação. Os dados de emprego formal foram ajustados para cima, porém em magnitude insuficiente para reverter o descolamento existente em relação aos dados do Caged (Gráfico 4). De acordo com a PNAD, a série da população ocupada com carteira assinada (setor privado e setor público) exhibe uma trajetória ascendente desde o terceiro trimestre de 2020, mas ainda insuficiente para levar o nível de emprego ao patamar observado antes da pandemia.

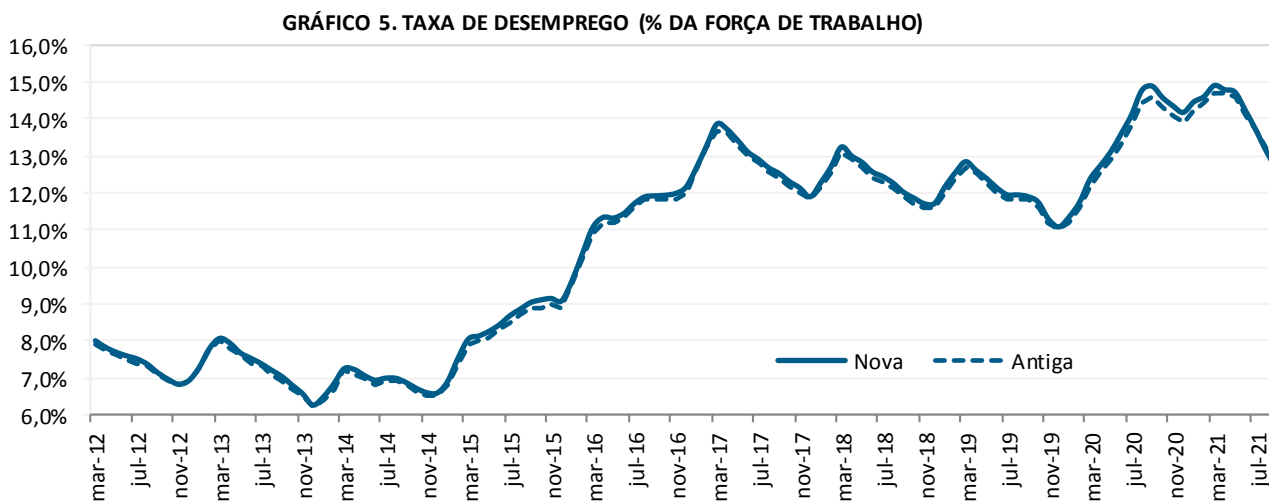
⁴ Ver Estudo Especial (EE) n^o4, disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf. A estimativa mais atual pode ser obtida em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/arquivos/estimativas-do-hiato-do-produto-ifi/view>

⁵ Para mais informações, acesse a Nota Técnica "Sobre a divulgação da Reponderação da PNAD Contínua em 2021", disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101866.pdf>



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

Taxa de desemprego recuou na comparação com o mesmo período do ano passado. A taxa de desemprego atingiu 12,6% da força de trabalho no trimestre encerrado em setembro, diminuindo 2,2 p.p. na comparação com igual período do ano anterior (14,9%). A diminuição do indicador nessa base de comparação refletiu o avanço expressivo da população ocupada (11,4%), em maior magnitude que a força de trabalho (8,6%). A melhora da ocupação segue impulsionada pela dinâmica do emprego informal, com destaque ao avanço do número de pessoas ocupadas sem carteira assinada no setor privado (23,1%), trabalhador doméstico sem carteira (28,1%) e conta própria (18,4%) – posições que estão crescendo bem acima do emprego total.



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Rendimento médio real, por outro lado, recuou 11,1% na comparação com igual período de 2020. A piora do ambiente inflacionário limita o poder dos trabalhadores nas negociações por aumento de salários. Adicionalmente, o aumento mais concentrado das contratações em atividades de menor remuneração (efeito composição) também pressiona para baixo a trajetória do rendimento. Como resultado, observou-se queda de 0,7% no indicador de massa salarial (rendimento médio multiplicado pelo número de pessoas ocupadas).

Taxa de desemprego é estimada em 13,2% em 2021 e 12,8% em 2022. A desaceleração da atividade econômica em 2022 deverá se traduzir em menor ritmo de expansão do emprego (de 4,6% em 2021 para 2,0% em 2022). A taxa de desemprego deverá diminuir de 13,2% em 2021 para 12,8% em 2022. Nos anos seguintes, o ritmo de crescimento do emprego deverá desacelerar de forma gradual (0,9% em média entre 2023 e 2030), com estabilização da taxa de desemprego em torno de 12,7%.

1.1.3 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor atingiu 10,74% nos últimos doze meses encerrados em novembro. A inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, foi de 0,95%, abaixo da taxa de 1,25% de outubro. A taxa acumulada em doze meses, no entanto, manteve a trajetória de aceleração (de 10,67% para 10,74%), sustentando-se bem acima do limite superior da meta para a inflação (3,75% com intervalo de 1,5 p.p. para cima e para baixo). A variação acumulada em 12 meses, a maior desde novembro de 2003, quando ficou em 11,02%, vem subindo ininterruptamente desde junho de 2020 (2,1%).

Em novembro, o conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, avançou de 1,4% para 2,3% (variação acumulada de 19,2% em doze meses). A maior influência positiva partiu da alta nos preços da gasolina, que contribuiu com o maior impacto individual no índice cheio (variação acumulada nos últimos 12 meses de 50,78%).

Já os preços livres exibiram alta de 0,5%, menor que a observada em outubro (1,2%). Em 12 meses, a variação desses preços passou de 8,5% para 7,8%. A abertura mostra que as pressões vieram, em termos de contribuição, dos preços industriais (1,0% no mês e 4,9% em 12 meses), dos serviços (0,3% e 4,8%) e da alimentação no domicílio (0% e 9,7%). Vale dizer, a desaceleração dos preços livres pode já refletir os efeitos da contração monetária realizada pelo Banco Central com a alta da Selic desde março de 2021.

Em novembro, observou-se algum alívio nos núcleos de inflação. A média das diversas medidas⁶ que buscam expurgar da inflação cheia a influência de itens de maior volatilidade passou de 0,95% em outubro para 0,61% em dezembro (de 7,0% para 7,2% no acumulado em 12 meses). O índice de difusão do IPCA, variável que aponta a parcela de subitens do IPCA com variação positiva no mês, passou de 66,8% em outubro para 63,1% em novembro.

No cenário base, o IPCA deve encerrar 2021 com alta de 10,4%. Projeção para 2022 foi ajustada para 5,3%. O IPCA deverá encerrar o ano em 10,4%, patamar mais alto que a projeção anterior (8,7%). A inflação corrente em nível mais elevado se traduz em maior inércia para a inflação de 2022 - a projeção atual para o IPCA do próximo ano foi ajustada de 4,0% para 5,3%. A elevação da taxa real de juros (que atua para reduzir a demanda), a diminuição dos preços de energia e a reversão parcial dos preços de *commodities* ajudam no processo de desinflação, mas ainda assim espera-se que o IPCA fique acima do teto da meta em 2022.

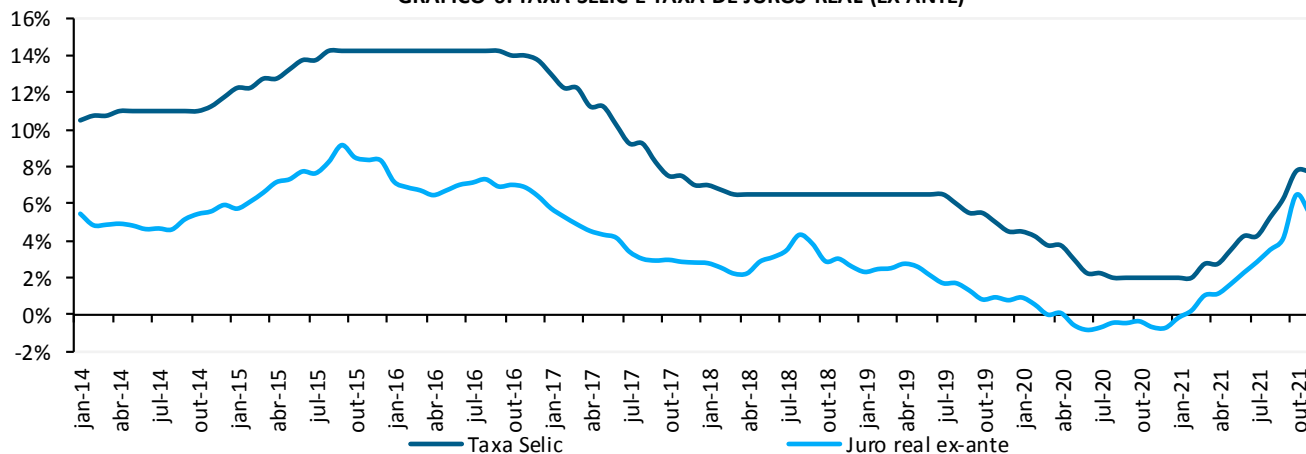
Em dezembro, na última reunião do ano, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu elevar a taxa básica de juros em 1,5 ponto percentual, para 9,25%. No atual ciclo de aperto monetário, a taxa Selic já aumentou 725 pontos para conter o avanço da inflação corrente e das expectativas. O Copom considera ser apropriado que o ciclo de alta da Selic avance em território “significativamente” contracionista e antevê outro ajuste da mesma magnitude na próxima reunião. Em termos reais (no conceito *ex-ante*), a taxa de juros - obtida com base na taxa das operações de *swap* pré-DI⁷

⁶ 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>

⁷ Taxa referencial dos contratos de swap entre DI e pré-fixada de 360 dias: fim de período, obtida no Ipeadata.

para o prazo de um ano (11,75%) descontada da taxa projetada da inflação⁸ no mesmo horizonte (5,9%) - atingiu 5,5% em novembro (Gráfico 6).

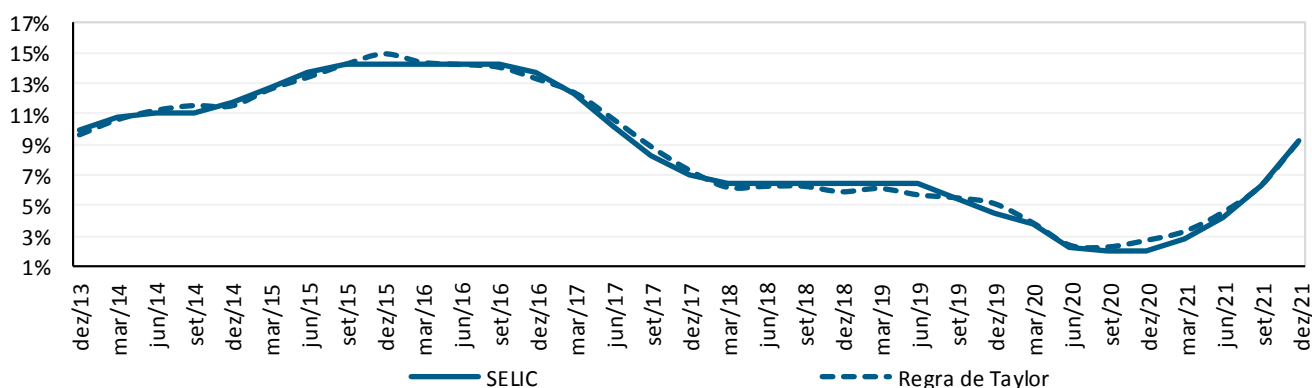
GRÁFICO 6. TAXA SELIC E TAXA DE JUROS REAL (EX-ANTE)



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

No cenário da IFI, a perspectiva sobre a decisão de política monetária é aproximada por uma regra de Taylor, equação que relaciona a taxa Selic (i_t) – taxa de juros nominal que é o instrumento de política monetária do Banco Central - com seu componente autorregressivo ou de persistência (ρr_{t-1}), a taxa de juros nominal natural ($r^n + \Pi_t^*$), o desvio da inflação em relação à meta ($\Pi_t - \Pi_t^*$) e o hiato do produto ($hiato_t$)⁹. O Gráfico 7 ilustra o patamar da Selic prescrito pela regra de Taylor considerando uma especificação que atribui peso equivalente para o desvio da inflação esperada em relação à meta e para o hiato do produto.

GRÁFICO 7. TAXA SELIC E PRESCRIÇÃO DE UMA REGRA DE TAYLOR



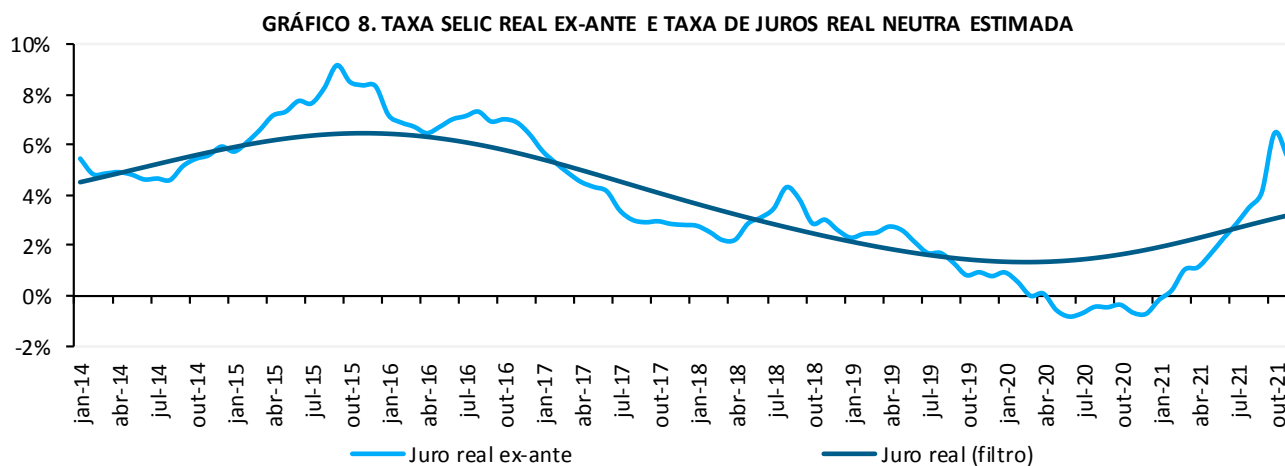
Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

⁸ Projeção do IPCA 12 meses à frente (suavizada) obtida no Boletim Focus/BCB.

⁹ $i_t = \rho r_{t-1} + [1 - \rho][(r^n + \Pi_t^*) + \phi_\pi(\Pi_t - \Pi_t^*) + \phi_h hiato_t]$. Em que ρ representa o coeficiente associado ao termo autorregressivo, ϕ_π o coeficiente associado à sensibilidade da autoridade monetária em relação ao desvio da inflação e ϕ_h o coeficiente relacionado à sensibilidade ao hiato do produto.

Nota-se, partir da análise realizada através desse ferramental, a existência de espaço para a elevação da Selic até os patamares atuais, dado o distanciamento da inflação corrente em relação à meta e a provável elevação da taxa de juros natural, que pode estar sendo influenciada pela intensificação do risco fiscal refletida nos prêmios de risco-país.

Assim como o hiato do produto, a taxa de juros real natural é uma variável não observada e com grande incerteza associada à sua estimação. 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. Uma forma simplificada de estimar a taxa de juros natural consiste na extração da tendência da taxa de juros real *ex-ante* por meio do filtro HP, estendendo-se a série histórica para lidar com os problemas de final de amostra (Gráfico 8).



Fonte: Banco Central e IFI. Elaboração: IFI.

No médio prazo, espera-se que a taxa de inflação caminhe para a meta (3,0%), enquanto a taxa Selic converge para 7,0%. No médio prazo, quando o PIB efetivo é igual ao PIB potencial (hiato = 0) e a taxa de inflação está ancorada na meta, o valor estimado para a taxa Selic caminha para o valor da taxa de juros nominal natural. 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 (que caminha para 4,0%: média em torno de 3,7% no período) somada à meta de inflação (3,0%).

1.1.4 Deflator implícito do PIB e PIB nominal

Deflator implícito. Em 2021 e 2022, as projeções do deflator implícito do PIB (11,1% e 8,2%) 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 (4,0%) 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).

PIB nominal. O crescimento real de 4,6% e o deflator de 11,1% devem produzir alta nominal do PIB, entre 2020 e 2021, de 16,3%. Essa variação conduziria o PIB nominal a R\$ 8,7 trilhões em 2021, maior que a projeção de R\$ 8,6 trilhões apresentadas no RAF de outubro de 2021. A variação do PIB nominal em 2022 é estimada em 8,8% (para R\$ 9,4 trilhões), desacelerando para 6,2%, em média, entre 2023 e 2030.

1.2 Cenários alternativos

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

A Tabela 6 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 6. CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA DA IFI – VERSÃO ATUAL E PASSADA (RAF DE OUTUBRO/2021)¹⁰

a. Versão atual	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	8684	9448	12544	8703	9504	13102	8678	9418	12515
PIB – Taxa de variação nominal (%)	16,3	8,8	6,2	16,5	9,2	7,2	16,2	8,5	6,2
PIB – Taxa de variação real (%)	4,6	0,5	2,1	4,9	1,6	3,2	4,5	-0,5	1,2
Deflator implícito do PIB (%)	11,1	8,2	4,0	11,1	7,5	3,8	11,2	9,1	4,9
IPCA (%)	10,4	5,3	3,0	10,3	4,1	3,0	10,7	6,1	4,2
Taxa de desemprego (%)	13,2	12,8	12,7	13,2	11,9	11,5	13,5	13,9	14,5
Pop. ocupada (%)	4,6	2,0	0,9	4,7	3,0	1,4	4,3	1,0	0,5
Prêmio de risco – Embi (final de período)	375	400	306	350	350	256	400	450	356
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,60	5,71	5,42	5,45	5,50	4,89	5,80	5,99	6,47
Juros reais (%)	4,7	2,9	3,7	3,0	2,2	2,7	5,1	4,2	5,1
Selic (%)	9,25	11,25	7,06	9,00	10,00	6,06	9,25	12,25	9,50
b. Versão passada	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 (%)	4,8	3,7	3,4	3,0	2,5	2,7	5,0	5,0	5,2
Selic (%)	8,25	8,50	6,50	8,00	7,00	5,75	8,50	10,50	9,50

Fonte: IFI.

Base. O aumento disseminado e persistente do nível de preços e a elevação dos prêmios de risco motivada, em alguma medida, pela perda de credibilidade do arcabouço do fiscal tornam o ambiente doméstico bastante desafiador. Para conter o avanço da inflação, a taxa de juros está subindo além do previsto em um contexto de desaquecimento da atividade econômica e de recuperação gradual do mercado de trabalho. Adicionalmente, as dúvidas sobre a evolução da pandemia com o aparecimento da variante Ômicron e o acirramento da tensão política com a proximidade da eleição

¹⁰ Planilha com as projeções está disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/arquivos/projecoes-ifi/view>

presidencial adicionam novas incertezas sobre o desempenho do PIB ao longo de 2022. No cenário base, o prêmio de risco avançaria para 400 pontos no fim de 2022 e a taxa de câmbio alcançaria R\$/ US\$ 5,71.

Pessimista. A intensificação das incertezas presentes no cenário base poderia resultar em deterioração adicional dos preços de ativos financeiros e das expectativas de inflação, demandando um ajuste ainda mais intenso 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\$ 5,99.

Vale mencionar que retiramos o efeito de um possível racionamento de energia na trajetória do PIB no cenário pessimista, supondo que o volume de chuvas e a adoção de medidas para a contenção do consumo de energia ajudariam na recuperação dos reservatórios. Mesmo assim, 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 (12,25% em 2022 e 9,5% em média entre 2023 e 2030). Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 1,2% e a taxa real de juros converge para um patamar mais elevado, ao redor de 5,0% ao ano.

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. No cenário otimista, o prêmio de risco fica estável em 350 pontos no fim de 2022 e a taxa de câmbio alcançaria R\$/ US\$ 5,45. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 3,2% e a taxa real de juros caminha para um patamar de 2,7% ao ano.