

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de maio 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 nº 13¹.

1.1 Atualização do cenário econômico: 2022-2031

Desde a última revisão do cenário econômico, promovida em dezembro do ano passado, o ambiente externo piorou bastante com invasão da Ucrânia. O conflito militar e as sanções impostas à Rússia estão afetando o cenário de preços de alimentos e energia, principalmente pela redução na oferta de matérias-primas fornecidas pela região. A aceleração do processo inflacionário, até então impactado em parte pelo choque provocado pela pandemia, reduz a renda das famílias disponível para o consumo. O ambiente permeado de incertezas gera aversão ao risco nos mercados financeiros, com o direcionamento do fluxo de capitais para ativos de menor risco. O cenário externo torna-se ainda mais desafiador com a elevação das taxas de juros nas economias desenvolvidas em reação ao avanço da inflação e a política chinesa de tolerância zero contra a covid-19. As medidas de *lockdown* acentuam os gargalos nas cadeias globais de abastecimento.

Em relatório recente, o Fundo Monetário Internacional (FMI) revisou para baixo as estimativas para a economia mundial. A instituição espera que o crescimento econômico global desacelere de 6,1% em 2021 para 3,6% em 2022, 0,8 ponto percentual (p.p.) abaixo do que era esperado no *World Economic Outlook*² (WEO) de janeiro. A perspectiva é que a inflação permaneça elevada por mais tempo, impulsionada por aumentos de preços de commodities induzidos pela guerra.

As pressões inflacionárias no Brasil já vinham se acumulando antes da guerra com os desequilíbrios gerados pela pandemia e agora aumentaram. A inflação ao consumidor, no resultado de abril, surpreendeu para cima mais uma vez, refletindo a alta nos preços de alimentos e dos combustíveis, principalmente, mas segue bastante disseminada entre os componentes. A variação em 12 meses está bem acima do intervalo compatível com a meta e o Banco Central está respondendo subindo a taxa Selic, que no ciclo atual caminhou de 2,0% em março de 2021 para 12,75% em maio deste ano. A taxa de inflação medida pelo IPCA deve atingir 7,9% em 2022 e 4,0% em 2023, o que configura uma revisão de 2,5 e 0,8 p.p. em relação ao cenário divulgado pela IFI em dezembro de 2021.

Do lado da atividade, a projeção é que o PIB avance 1,0% em 2022 (0,5 p.p. acima do cenário de dezembro), refletindo a resiliência da atividade econômica no curto prazo e o suporte de medidas de estímulo, como a liberação de recursos do FGTS no segundo trimestre. O poder aquisitivo mais baixo e os juros mais elevados devem pesar sobre a demanda doméstica nos próximos trimestres. A expectativa é que a economia brasileira avance moderadamente em 2023 (projeção revisada de 2,0% para 1,0%).

Apesar da melhora na evolução da pandemia, as perspectivas econômicas carregam um grau de volatilidade e incerteza acima do usual, tanto pelo prolongamento do conflito militar quanto pela proximidade das eleições presidenciais.

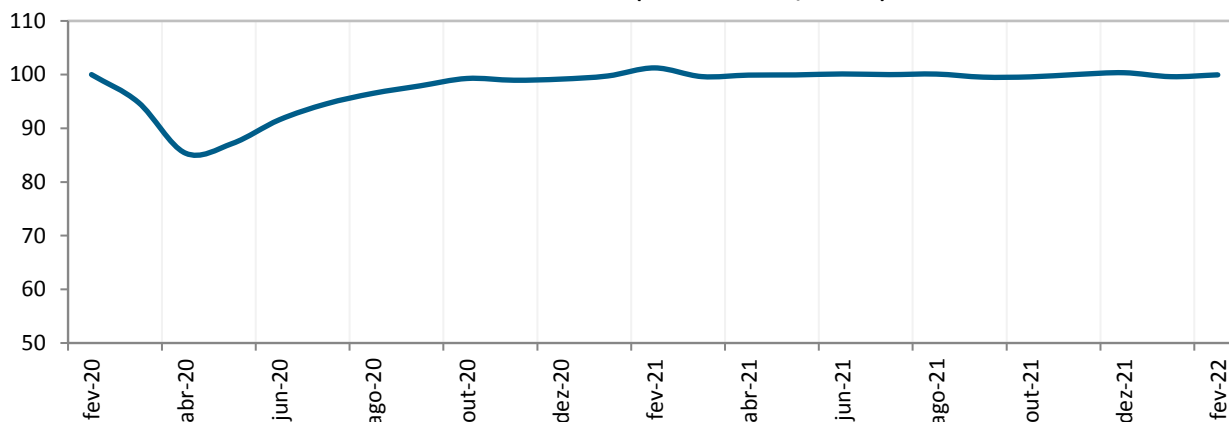
¹ Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/577405/EE13.pdf>

² Relatórios disponíveis em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/01/25/world-economic-outlook-update-january-2022> e <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>

1.1.1 Atividade econômica

Dados setoriais indicam expansão da economia nos meses iniciais de 2022. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores do PIB pelo lado da oferta, subiu 0,3% na passagem de janeiro para fevereiro (na série com ajuste sazonal), eliminando uma parte da queda de 0,7% registrada no mês anterior. O IBC-Br também registrou variação de 0,3% no trimestre encerrado em fevereiro.

GRÁFICO 1. IBC-BR (Nº ÍNDICE - FEV/20=100)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI

Produção industrial cresce 0,3% em março. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, a produção da indústria geral subiu 0,3% na passagem de fevereiro para março (na série com ajuste sazonal). No mês anterior, o índice havia crescido 0,7%. O resultado no mês foi impactado pelo desempenho da indústria extrativa (0,9%), enquanto a indústria de transformação recuou 0,6%. No trimestre encerrado em março, a produção da indústria geral avançou 0,3%, variação inferior à registrada no trimestre encerrado em fevereiro (1,4%). O avanço do setor industrial em março foi acompanhado por três das quatro grandes categorias econômicas: bens de capital (8,0%), bens intermediários (0,6%), bens de consumo duráveis (2,5%) e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-3,3%). Apesar da dinâmica positiva do setor produtor de bens de capital, impulsionado, possivelmente, pela alta de preços de commodities, a produção doméstica segue em patamar inferior ao observado antes da pandemia, limitada pela desorganização das cadeias globais de produção e logística.

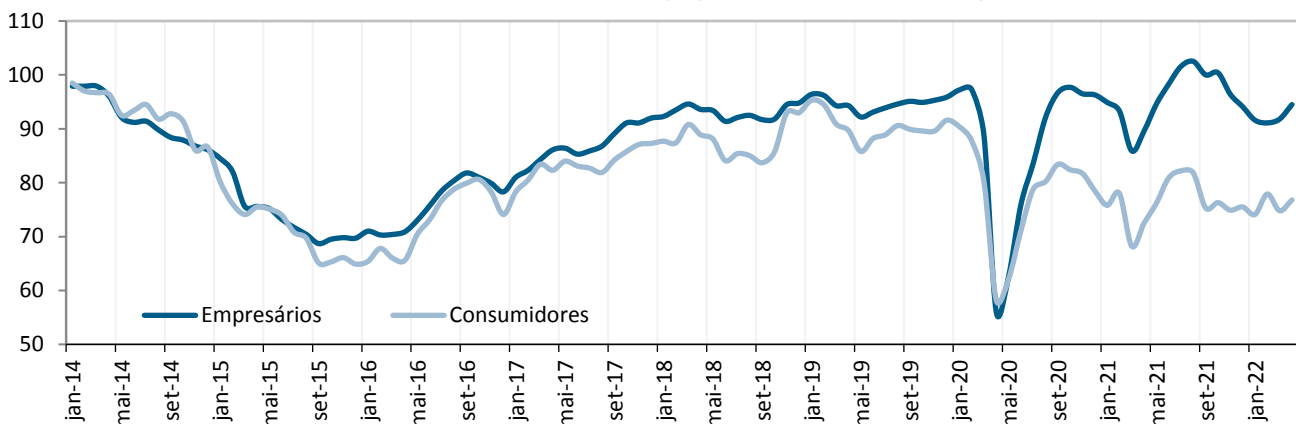
Varejo ampliado avança 0,7% em março. O volume de vendas no comércio varejista (PMC – Pesquisa Mensal de Comércio) cresceu 0,7% entre fevereiro e março no conceito ampliado, que inclui veículos e material de construção. No mês anterior, o índice havia crescido 2,1%. A abertura da pesquisa mostra que sete das dez atividades do varejo aumentaram em março, com destaque à expansão das vendas de material de construção (2,2%). As vendas no varejo permaneceram estáveis e avançaram 2,3% no trimestre encerrado em março, revertendo a queda de 1,8% registrada no trimestre encerrado em dezembro.

Receita do setor de serviços cresce 1,7% em março. O volume de serviços subiu 1,7% entre fevereiro e março na série com ajuste sazonal, segundo dados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE. No mês anterior, o índice havia crescido 0,4%. A expansão do volume de serviços em março foi acompanhada pelas cinco atividades pesquisadas, com destaque para os transportes (2,7%) e para os serviços prestados às famílias (2,4%). No trimestre encerrado em março, o indicador avançou 1,8%, variação inferior à registrada no trimestre encerrado em fevereiro (3,2%), representando, até o momento, o principal vetor de crescimento da economia brasileira.

Confiança de consumidores e empresários sobe em abril. De acordo com a Fundação Getúlio Vargas (FGV), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) subiu 3,8 pontos entre março e abril. Já o Índice de Confiança Empresarial (ICE), que

consolida os índices de confiança dos setores cobertos pelas Sondagens Empresariais produzidas pela FGV (indústria, serviços, comércio e construção), avançou 2,7 pontos na mesma comparação. A tendência positiva dos índices de confiança repercute, provavelmente, a percepção de controle da crise sanitária e de melhora no mercado de trabalho, além do efeito das medidas de estímulo fiscal no curto prazo, como a liberação de recursos do FGTS e a redução das alíquotas do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). De todo modo, a resiliência da inflação, o baixo poder aquisitivo, a manutenção da taxa básica de juros em patamares elevados e o aumento da incerteza ao redor do cenário macroeconômico contribuem para manter os índices de confiança em patamares ainda inferiores ao que se observava antes da pandemia (Gráfico 2).

GRÁFICO 2. ÍNDICES DE CONFIANÇA (SÉRIES DESSAZONALIZADAS)

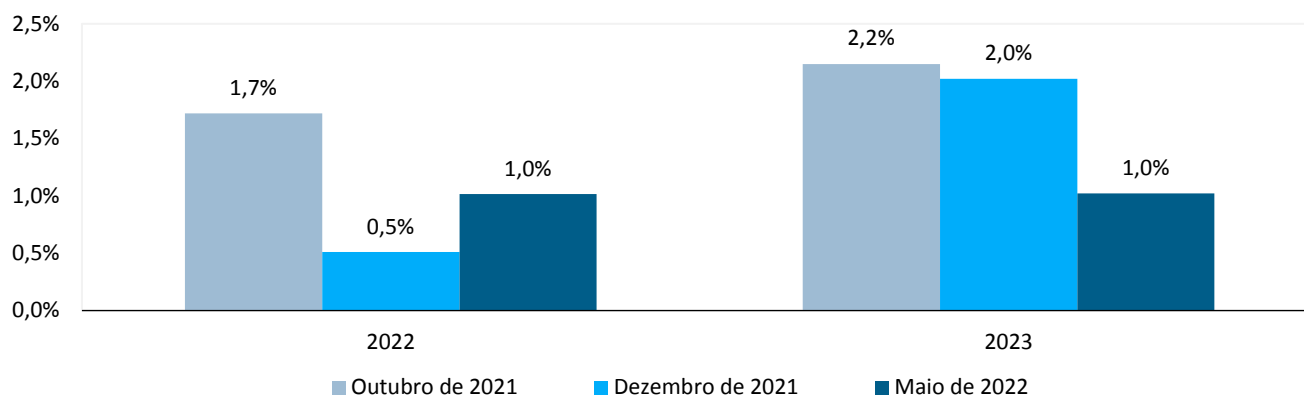


Fonte: FGV. Elaboração: IFI.

Ingresso dos recursos dos saques do FGTS na massa de rendimentos deve afetar positivamente a atividade no segundo trimestre. No curto prazo, a economia contará com um vetor de estímulo proveniente da liberação de cerca de R\$ 30 bilhões do FGTS para trabalhadores entre abril e junho. Como dificilmente o montante a ser disponibilizado ingressará de forma imediata na economia, considerou-se a premissa de que 30% desses recursos serão utilizados para consumo (sendo o restante para quitação de dívida e acúmulo de poupança). Para avaliar o impacto dos saques sobre a atividade econômica, considerou-se o efeito do ingresso dos recursos na massa de rendimentos e, a partir da mudança no consumo das famílias, obtém-se o resultado sobre o PIB. De acordo com o exercício, se o montante esperado efetivamente ingressar na massa de rendimentos entre abril e junho, haverá um efeito positivo de 0,3 p.p. no PIB em 2022.

Taxa de crescimento real do PIB é revisada de 0,5% para 1,0% em 2022 e de 2,0% para 1,0% em 2023. A melhora da atividade econômica em relação ao final do ano passado e o efeito positivo das liberações de recursos do FGTS sobre o consumo das famílias no segundo trimestre são elementos que motivaram a revisão para cima na projeção do crescimento do PIB em volume em 2022, de 0,5% para 1,0%. Para 2023, a revisão mais expressiva – de 2,0% para 1,0% – justifica-se, em grande medida, pela influência da política monetária mais restritiva sobre o desempenho da demanda interna.

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



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

Apesar da melhora na evolução da pandemia, as perspectivas econômicas carregam um grau de volatilidade e incerteza acima do usual, tanto pelo prolongamento do conflito militar quanto pela proximidade das eleições. Ainda que a economia brasileira possa se beneficiar de ganhos nos termos de troca (traduzidos positivamente no PIB), a extensão e a magnitude do choque nos mercados de matérias-primas internacionais ampliam os custos de produção e afetam a recuperação da demanda interna tanto pela manutenção dos juros em patamares elevados quanto pelo impacto no crescimento econômico dos principais parceiros comerciais.

Crescimento mundial menos vigoroso. No âmbito da economia internacional, as premissas utilizadas pela IFI derivam dos cenários construídos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) no relatório *World Economic Outlook (WEO)*³. Em seu último relatório, na edição de abril, o FMI reduziu a expectativa para o crescimento do PIB mundial em 2022 e 2023 em 0,8 e 0,2 p.p. em comparação ao que se projetava na edição de janeiro. A projeção para o crescimento do PIB global em 2022 passou de 4,4% para 3,6%, ao passo que a perspectiva para o ano seguinte foi revisada de 3,8% para 3,6%. A desaceleração do crescimento global reflete, em grande parte, os impactos diretos da guerra nas economias da Rússia e da Ucrânia e os efeitos indiretos nas demais economias, sobretudo na Área do Euro. Espera-se que a taxa de crescimento do PIB chinês desacelere este ano para 4,4% (ante 8,1% em 2021), revisada para baixo em 0,4 p.p..

TABELA 1. PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB MUNDIAL EM VOLUME MUNDIAL

	Projeções			Diferenças para o WEO de Janeiro	
	2021	2022	2023	2022	2023
Mundo	6,1	3,6	3,6	-0,8	-0,2
Economias avançadas	5,9	3,3	2,4	-0,6	-0,2
Economias emergentes	6,8	3,8	4,4	-1,0	-0,3
Estados Unidos	5,7	3,7	2,3	-0,3	-0,3
Área do Euro	5,3	2,8	2,3	-1,1	-0,2
China	8,1	4,4	5,1	-0,4	-0,1

Fonte: FMI. Elaboração: IFI.

As projeções para o PIB e seus componentes (lado da demanda) para 2022 e 2023 estão detalhadas na Tabela 2. A contribuição da demanda interna para o crescimento da economia nesse e no próximo ano é estimada em 0,6 p.p. e 0,5 p.p., respectivamente. A menor contribuição da demanda interna na passagem de 2022 para 2023 é explicada, sobretudo,

³ Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>

pela perspectiva de desaceleração do consumo das famílias. As exportações líquidas (demanda externa), por sua vez, devem apresentar contribuições positivas de 0,4 p.p. e 0,6 p.p.

TABELA 2. PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME

	2021	2022	2023
PIB e componentes (variação real)	4,6%	1,0%	1,0%
Consumo das famílias	3,6%	1,2%	0,6%
Consumo do Governo	2,0%	1,5%	0,8%
Formação Bruta de Capital Fixo	17,2%	-2,4%	-0,6%
Exportação	5,8%	2,5%	3,0%
Importação	12,4%	0,5%	0,1%
Contribuições para a variação real do PIB (p.p.)			
Demanda interna	5,6	0,6	0,5
Consumo das Famílias	2,3	0,8	0,4
Consumo do Governo	0,5	0,3	0,2
Investimento (FBCF e variação de estoques)	2,9	-0,5	-0,1
Exportações líquidas	-1,0	0,4	0,6

Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

Projeção para o crescimento do PIB no médio prazo é de 2,1%. Para o horizonte 2024–2031, a trajetória de recuperação esperada para a atividade econômica foi mantida. O valor estimado para o crescimento potencial da economia, 2,1%, é pouco menor que a média histórica dos últimos anos (estimada 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

Os dados divulgados pelo IBGE na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) mostram uma trajetória de recuperação no mercado de trabalho. A queda da taxa de desemprego tem sido acompanhada pelo avanço das contratações e pela diminuição do desalento, o que significa dizer que pessoas até então inativas estão mais encorajadas na busca por uma colocação. Por outro lado, o cenário para os rendimentos não mostra progressos. Os salários, quando descontado o efeito da inflação, apresentam queda expressiva na comparação com o mesmo período do ano passado.

⁴ Ver Estudo Especial (EE) nº4, disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf.

TABELA 3. INDICADORES DO MERCADO DE TRABALHO

Item	Valores			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior		
	fev/20	fev/22	mar/22	fev/20	fev/22	mar/22
A - População em idade ativa	169,3	172,5	172,7	1,0%	0,9%	0,9%
A.1 - População fora da força de trabalho	62,0	65,3	65,5	0,6%	-5,0%	0,0%
A.2 - População na força de trabalho	107,3	107,2	107,2	1,3%	4,9%	4,8%
A.2.1 - População desocupada	12,6	12,0	11,9	-5,2%	-19,5%	0,0%
A.2.2 - População ocupada	94,7	95,2	95,3	2,2%	9,1%	9,4%
População ocupada no mercado informal	38,1	38,3	38,2	2,0%	12,4%	12,2%
População ocupada no mercado formal	56,6	56,9	57,1	2,3%	7,0%	7,6%
Taxa de desemprego (A.2.1/A.2)	11,8%	11,2%	11,1%	-0,8 p.p.	-3,4 p.p.	-3,8 p.p.
Nível de ocupação (A.2.2/A)	55,9%	55,2%	55,2%	0,6 p.p.	4,1 p.p.	4,3 p.p.
Taxa de participação (A.2/A)	63,4%	62,2%	62,1%	0,1 p.p.	2,4 p.p.	2,3 p.p.

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

A taxa de desemprego atingiu 11,1% da força de trabalho no trimestre encerrado em março, situando-se 3,8 p.p. abaixo da taxa registrada no mesmo período do ano anterior (14,9%). A taxa de desemprego vem recuando continuamente desde julho de 2021, já posicionada em patamar inferior aos meses que antecederam a pandemia. O número de pessoas desocupadas (11,9 milhões) ainda segue elevado, mas vem diminuindo e está abaixo do patamar de março de 2021 (15,3 milhões). O declínio da taxa de desemprego no trimestre encerrado em março, em relação ao mesmo período do ano anterior, foi determinado pelo crescimento da população ocupada (9,4%), cujo contingente atingiu 95,3 milhões de pessoas, acima do patamar de fevereiro de 2020 (pré-pandemia: 94,7 milhões), superando o avanço da força de trabalho (4,8%) – que contempla a população que está à procura de emprego e a população ocupada.

Demanda por trabalho: expansão de emprego é generalizada, mas predominam contratações nos segmentos informais. O avanço da ocupação está ocorrendo de forma generalizada, embora siga impulsionado principalmente pelos setores informais, com destaque para o número de pessoas ocupadas sem carteira assinada no setor privado (crescimento de 19,3% na comparação anual) e os trabalhadores domésticos sem carteira (21,7%) – posições que estão evoluindo acima do emprego total (9,4%). A população ocupada nos segmentos informais da economia (38,2 milhões de pessoas) – que abrangem ocupações de menor remuneração – apontou crescimento de 12,2% na comparação com o mesmo período do ano anterior, enquanto o emprego formal (57,1 milhões) cresceu 7,6% no período.

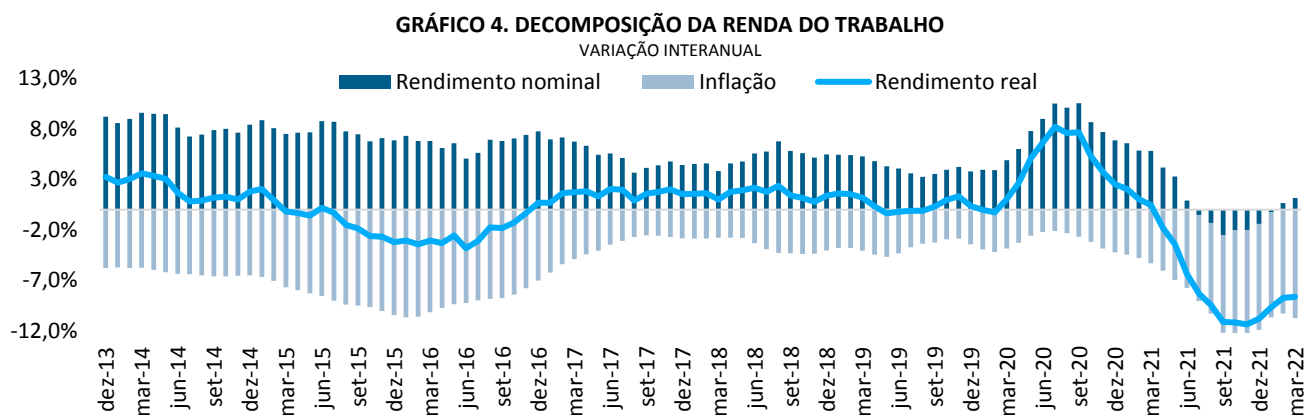
Vale complementar ainda que o nível de ocupação (razão entre a população ocupada e a população em idade de trabalhar) atingiu 55,2% no primeiro trimestre de 2022, pouco abaixo do valor de fevereiro de 2020 (55,9%), aproximando-se do patamar do período pré-pandemia.

Oferta de mão de obra: taxa de participação avança, mas segue em patamar inferior ao período pré-pandemia. A expansão da força de trabalho, composta pelas pessoas ocupadas ou procurando ocupação, impacta positivamente a taxa de participação, que é a medida do movimento de entrada e saída de pessoas em idade de trabalhar no mercado de trabalho. O indicador, expresso como a relação entre o número de pessoas que compõem a força de trabalho e o número de pessoas em idade de trabalhar, passou de 59,8% no trimestre encerrado em março de 2021 para 62,1% no trimestre encerrado em março. A taxa de participação está evoluindo de forma positiva, uma vez que a vacinação, o menor medo de contágio e a diminuição de restrições de mobilidade são fatores que permitem o retorno de pessoas ao mercado de trabalho, embora siga em patamar inferior aos meses que antecederam a pandemia (63,4%).

Número de pessoas desalentadas está diminuindo. A população desalentada é composta por indivíduos que, embora dispostos e capazes de se engajar em um trabalho, não estão procurando ou deixaram de procurar uma colocação porque acreditam que não há vagas adequadas disponíveis. No trimestre encerrado em março, havia 4,6 milhões de pessoas

nessa condição no país – número 22,4% menor comparativamente ao mesmo período de 2021 (5,9 milhões). O percentual de desalentados na população fora da força de trabalho recuou de 8,7% no primeiro trimestre de 2021 para 7,0% nos três meses iniciais de 2022, movimento que reforça a melhora no quadro de emprego.

Renda real do trabalho segue em queda pelo efeito da inflação. O rendimento médio real no trimestre encerrado em março recuou 8,6% na comparação com o mesmo período do ano anterior. A variação dos rendimentos do trabalho, em termos reais, persiste no terreno negativo em virtude da inflação e do enfraquecimento do reajuste nominal. Além da piora do poder de compra devido à inflação alta e persistente, o aumento mais concentrado das contratações em atividades de menor remuneração (efeito composição) também afeta negativamente a trajetória do rendimento médio.



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Já a massa de rendimentos do trabalho, indicador que combina a evolução da renda com o número de pessoas ocupadas, avançou apenas 0,2% no trimestre encerrado em março de 2022 (em termos reais). Como o consumo das famílias responde às condições de mercado de trabalho (sintetizadas no indicador de massa salarial) e às condições de crédito (na evolução da taxa de juros), o cenário para a demanda doméstica e o PIB segue desafiador.

Projeções do cenário base. No cenário base atual, o crescimento esperado para a população ocupada em 2022 foi revisado de 2,0% para 5,0%, como resultado da melhora generalizada vista nos dados de emprego no curto prazo. Esse movimento está em linha com a retomada gradual da atividade econômica e a diminuição dos efeitos da pandemia no mercado de trabalho. A taxa de desemprego acompanha essa trajetória, recuando de 13,2% em 2021 para 11,2% em 2022. Nos anos seguintes, espera-se que a expansão do emprego evolua de maneira mais branda (1,0% em média entre 2024 e 2031), com estabilização da taxa de desemprego em torno de 11,5% da força de trabalho. Apesar da melhora do indicador de emprego no curto prazo, a estimativa para a massa de rendimentos do trabalho em 2022 foi reduzida de 0,5% para 0,3%, refletindo o efeito negativo da aceleração da taxa de inflação sobre a renda real. No médio prazo, espera-se que a variação da massa salarial acompanhe o PIB.

1.1.3 Inflação e política monetária

Inflação ao consumidor atingiu 12,1% nos últimos doze meses encerrados em abril. A inflação ao consumidor em abril, medida pelo IPCA, registrou alta de 1,06% (12,1% no acumulado em 12 meses, acima dos 11,3% observados nos 12 meses imediatamente anteriores). O resultado, maior para o mês de abril desde 1996, ficou 0,56 p.p. abaixo da taxa de 1,62% de março. A inflação se mantém bem acima do limite superior da meta para a inflação (referência de 3,5% com intervalo de 1,5 p.p. para cima e para baixo). A aceleração da média dos núcleos (de 9,0% em março para 9,7% em abril) – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade – revela pressões disseminadas entre os componentes.

Maiores impactos no IPCA de abril vieram de alimentos e combustíveis. Dos nove grupos de produtos e serviços pesquisados, oito tiveram alta em abril. O grupo com maior variação no mês e impacto no índice cheio foi o de alimentação e bebidas (alta de 2,06% em abril e 0,43 p.p. de impacto), influenciado, principalmente, pela alta nos preços dos alimentos para consumo no domicílio. Na sequência, o grupo transportes refletiu principalmente o comportamento dos preços de combustíveis (a gasolina subiu 2,48% em abril). Os dois grupos, conjuntamente, contribuíram com aproximadamente 80% da taxa de variação do IPCA de abril.

O grupo habitação foi o único a registrar variação negativa (-1,14%), influenciado pela queda nos preços da energia elétrica (-6,27%). Desde 16 de abril, passou a vigorar a bandeira tarifária verde, sem cobrança extra na conta de luz, cuja incorporação integral será captada em maio.

Entre março e abril, a variação do conjunto de preços administrados (ou monitorados), que responde por aproximadamente 25% do IPCA total, passou de 2,7% para 0,6% (variação acumulada de 15,0% em doze meses). Já os preços livres exibiram alta de 1,3%, acelerando frente a março (1,2%). Em 12 meses, a variação desses preços passou de 10,0% para 11,1%. A abertura mostra que as pressões vieram, principalmente, da alimentação no domicílio (variação de 2,6% no mês e 16,1% em 12 meses), preços industriais (1,2% e 14,2%) e serviços (0,7% e 6,9%).

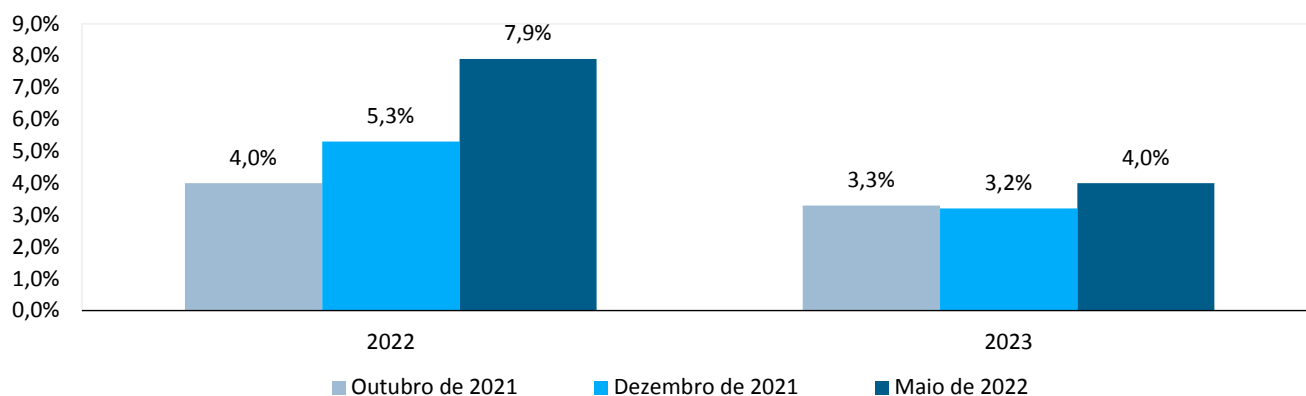
No cenário base, o IPCA deve encerrar 2022 com alta de 7,9% e projeção para 2023 foi ajustada para 4,0%. O IPCA deverá encerrar o ano em 7,9%, bem acima da projeção anterior (5,3%), refletindo o choque de preços de commodities e a hipótese de manutenção desses preços (mensurados pelo índice de commodities do *Commodity Research Bureau* – CRB) em níveis elevados até o final do ano e retorno gradual a média. O choque nos mercados de matérias-primas internacionais, intensificado pelo prolongamento do conflito militar, é um dos fatores que explica o quadro de pressões sobre a inflação. A medida de redução das alíquotas do IPI pode gerar algum alívio de curto prazo, mas prevalecem riscos altistas ao cenário prospectivo. A adoção de medidas de restrições à mobilidade na China diante da nova onda da covid-19, por exemplo, agrava os problemas nas cadeias de insumos industriais. Por outro lado, a IFI estima que, em função da trajetória mais elevada da taxa de juros, o hiato do produto⁵ voltaria a ficar mais negativo durante esse ano, exercendo alguma pressão de baixa sobre a taxa de inflação.

A inflação corrente em nível mais elevado se traduz em maior inércia para a inflação de 2023 – a projeção atual para o IPCA do próximo ano foi ajustada de 3,2% para 4,0%. A elevação da taxa real de juros (que atua para reduzir a demanda) e a possibilidade de alguma correção nos preços de commodities em reais ajudam no processo de desinflação, mas ainda assim espera-se que o IPCA fique acima do teto da meta em 2023.

⁵ Hiato do produto é uma variável não observável que procura medir os desvios do PIB em relação ao que seria o crescimento potencial de uma economia, mensurando as oscilações cíclicas da economia. Um hiato positivo ocorre quando a economia opera acima de sua tendência (ou do seu potencial) e é um indicativo de que está sobreaquecida e sujeita a pressões inflacionárias, ao contrário do hiato negativo que sugere uma economia operando com ociosidade dos fatores produtivos.

A estimativa mais atual pode ser obtida em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/arquivos/estimativas-do-hiato-do-produto-ifi/view>

GRÁFICO 5. TAXA DE VARIAÇÃO DO IPCA POR DATA DE PUBLICAÇÃO DO RAF



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

Espera-se que o ciclo se encerre com a taxa Selic em 13,25% a.a. Em maio, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu elevar a taxa básica de juros em 1,0 p.p., para 12,75%. Em face do balanço de riscos com variância maior do que a usual para a inflação prospectiva, o Copom avalia que o ciclo de alta da Selic deve continuar avançando e antevê como provável uma extensão do ciclo com um ajuste de menor magnitude. A taxa Selic, no cenário base, deve atingir 13,25% em 2022, diminuindo para 9,5% em 2023.

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 2024 e 2031, a perspectiva para a taxa Selic é consistente com a taxa de juros real natural (que caminha para 4,0%: média em torno de 3,9% no período) somada à meta de inflação (3,0%).

1.1.4 Deflator implícito do PIB e PIB nominal

Deflator implícito. Para 2022, a projeção do deflator implícito do PIB (10,6%) é definida através de uma média ponderada entre as variações médias do IPCA e do IGP-DI. A partir de 2023, a previsão para o deflator (5,9% em 2023 e 3,8% entre 2024 e 2031) 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 1,0% e o deflator de 10,6% devem produzir alta nominal do PIB, entre 2021 e 2022, de 11,7%. Essa variação conduziria o PIB nominal a R\$ 9,7 trilhões em 2022, maior que a projeção de R\$ 9,4 trilhões apresentadas no RAF de dezembro de 2021. A variação do PIB nominal em 2023 é estimada em 7,0% (para R\$ 10,4 trilhões), desacelerando para 6,0%, em média, entre 2024 e 2031.

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 acima do usual. 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, que produzem quadros mais ou menos benignos em relação ao cenário base.

A Tabela 4 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 4. CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA DA IFI – VERSÃO ATUAL E PASSADA (RAF DE MAIO/2022)⁶

a. Versão Atual	Base			Otimista			Pessimista		
	2022	2023	2024-2031	2022	2023	2024-2031	2022	2023	2024-2031
PIB nominal (R\$ bilhões)	9.697,1	10.369,2	13.602,3	9.738,8	10.434,0	14.356,2	9.693,9	10.451,5	13.916,9
PIB – Taxa de variação nominal (%)	11,7	6,9	6,0	12,2	7,1	7,1	11,7	7,8	6,3
PIB – Taxa de variação real (%)	1,0	1,0	2,1	1,8	1,6	3,2	0,3	0,3	1,2
Deflator implícito do PIB (%)	10,6	5,9	3,8	10,3	5,4	3,8	11,3	7,5	5,0
IPCA (%)	7,9	4,0	3,0	7,3	3,7	3,0	9,5	5,1	4,2
Taxa de desemprego (%)	11,2	11,5	11,5	10,8	10,9	10,9	11,6	12,3	13,1
Pop. Ocupada (%)	5,0	0,5	1,0	5,5	0,8	1,5	4,5	0,1	0,6
Prêmio de risco – Embi (final de período)	350	300	300	250	250	250	450	400	400
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,10	5,15	5,30	4,70	4,67	4,79	5,57	5,52	5,96
Juros reais (%)	5,7	4,5	3,9	5,7	3,9	2,9	6,9	5,1	5,3
Selic (%)	13,25	9,50	7,06	13,00	9,00	6,12	14,50	11,50	9,50
b. Versão passada	2022	2023	2023-2030	2022	2023	2023-2030	2022	2023	2023-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	9.448,1	10.119,5	12.544,2	9.503,6	10.185,1	13.101,9	9.418,4	10.085,8	12.514,5
PIB – Taxa de variação nominal (%)	8,8	7,1	6,2	9,2	7,2	7,2	8,5	7,1	6,2
PIB – Taxa de variação real (%)	0,5	2,0	2,1	1,6	3,0	3,2	-0,5	1,3	1,2
Deflator implícito do PIB (%)	8,2	5,0	4,0	7,5	4,1	3,8	9,1	5,7	4,9
IPCA (%)	5,3	3,2	3,0	4,1	2,7	3,0	6,1	4,1	4,2
Taxa de desemprego (%)	12,8	12,8	12,7	11,9	11,5	11,5	13,9	14,2	14,5
Pop. Ocupada (%)	2,0	0,9	0,9	3,0	1,3	1,4	1,0	0,6	0,5
Prêmio de risco – Embi (final de período)	400	350	306	350	300	256	450	400	356
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,71	5,57	5,42	5,50	5,12	4,89	5,99	6,10	6,47
Juros reais (%)	2,9	3,4	3,7	2,2	2,5	2,7	4,2	4,7	5,1
Selic (%)	11,25	7,50	7,06	10,00	6,50	6,06	12,25	9,50	9,50

Fonte: IFI.

Base. O aperto monetário em curso e a permanência de riscos fiscais estão pressionando as taxas de juros futuras. A piora das condições de financiamento devem pesar sobre a demanda interna nos próximos trimestres. Em paralelo, a evolução do cenário externo, marcado pela elevação das taxas de juros nas economias desenvolvidas em reação ao avanço da inflação, traz riscos crescentes à dinâmica de preços domésticos. Para conter o avanço da inflação, o ciclo de aperto monetário empreendido pelo Copom levaria a taxa Selic de 2,0% em março de 2021 para 13,25% em meados de 2022, mantendo-se nesse patamar até o final do ano. No cenário base, o prêmio de risco, impactado ainda pela proximidade da eleição presidencial, avançaria para 350 pontos no fim de 2022 e a taxa de câmbio alcançaria R\$/US\$ 5,10. Entre 2024 e 2031, a taxa média de crescimento do PIB é de 2,1% e a taxa real de juros alcançaria 3,9% ao ano.

Pessimista. A intensificação das incertezas presentes no cenário base – a possibilidade de agravamento do conflito militar, o efeito de uma desaceleração mais acentuada da economia chinesa sobre as exportações e a acentuação dos riscos fiscais no âmbito doméstico – poderia resultar em deterioração adicional da confiança dos agentes econômicos, 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\$ 5,57. O cenário pessimista é marcado por uma reação muito mais lenta do produto e do

⁶ Planilha com as projeções está disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ifi/dados/arquivos/projecoes-ifi/view>

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 mais elevada. Entre 2024 e 2031, 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 5,3% ao ano.

Otimista. No cenário otimista, a dissipação dos choques causados pela pandemia e pelo conflito militar sobre os preços de matérias-primas, além de uma travessia pacífica pelo ano eleitoral, abririam 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. Nesse ambiente, o prêmio de risco chegaria a 250 pontos no fim de 2022 e a taxa de câmbio alcançaria R\$/US\$ 4,70. Entre 2024 e 2031, a taxa média de crescimento do PIB seria de 3,2% e a taxa real de juros caminharia para um patamar de 2,9% ao ano.