

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

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

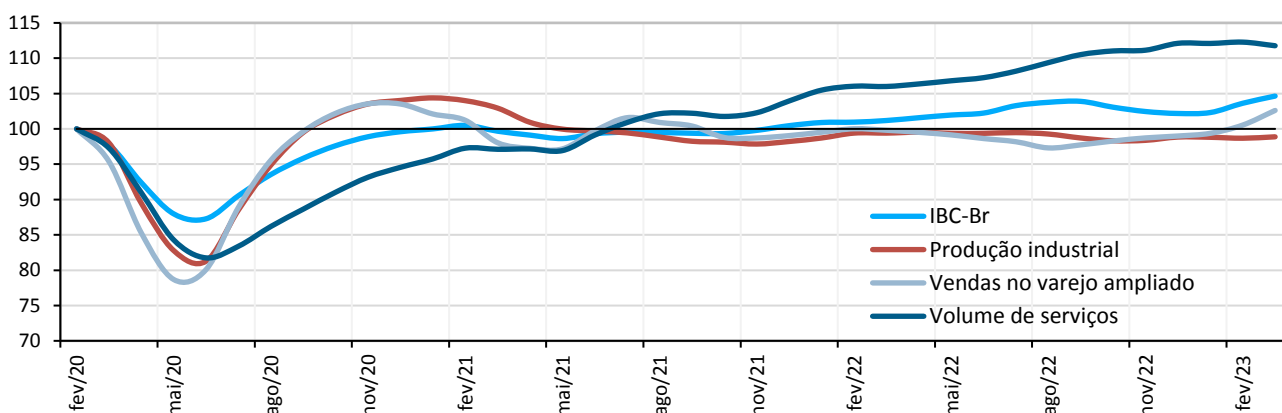
O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de maio apresenta a atualização das projeções para as variáveis macrofiscais no curto (2023–2024) e no médio prazo (2025–2032). A incorporação de dados realizados e a reavaliação das hipóteses por trás de cada um dos cenários (base, otimista e pessimista) permitem que as previsões reflitam o estado atual da economia. 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. Uma visão geral de como são elaboradas as projeções dos parâmetros macroeconômicos que subsidiam os cenários fiscais foi apresentada no Estudo Especial nº 13<sup>1</sup>.

### 1.1 Projeções de curto prazo

**O desempenho da atividade econômica no primeiro trimestre mostrou-se mais forte do que o inicialmente previsto.** Nos primeiros três meses do ano, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) avançou 2,4% em relação ao trimestre imediatamente anterior, impulsionado pelo comércio varejista ampliado (3,7%) e o volume de serviços (1,4%), enquanto a produção industrial ficou estável (Gráfico 1).

**Projeção para o PIB do primeiro trimestre foi ajustada para cima.** Depois de recuar 0,2% no quarto trimestre de 2022, na comparação com o trimestre anterior (com ajuste sazonal), espera-se que o PIB avance pontualmente no primeiro trimestre de 2023 (projeção de alta de 1,0% revisada de 0,8%). Além do efeito no setor agropecuário, do desempenho recorde da safra de grãos, a resiliência do mercado de trabalho, vista no aumento das vagas formais (Caged) e na estabilidade da taxa de desemprego (PNAD Contínua), contribui para os resultados favoráveis do comércio varejista e dos serviços.

**GRÁFICO 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA**  
Nº ÍNDICE - FEV/20=100 - MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

**Nos trimestres subsequentes, a expectativa é de crescimento mais próximo de zero (média de -0,1% entre abril e dezembro), com o efeito da política monetária mais restritiva sobre o mercado de trabalho e a atividade econômica.** Com essa dinâmica trimestral, a variação do PIB em volume em 2023 é estimada em 1,0%, um aumento de

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

0,1 ponto percentual (p.p.) comparativamente à projeção anterior (0,9%), publicada em novembro de 2022. Para 2024, a projeção para o crescimento do PIB encontra-se em 1,4%.

**A desaceleração da taxa de variação do PIB em volume, comparativamente a 2022, decorre das menores contribuições, para o crescimento econômico, da demanda interna e das exportações líquidas.** Esse movimento reflete, em grande medida, as políticas monetárias contracionistas nos âmbitos interno e externo. A previsão do crescimento real do PIB no curto prazo é obtida pela análise dos componentes na ótica da despesa, detalhados na Tabela 1.

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

	2022	2023	2024
<b>PIB e componentes (variação real)</b>	<b>2,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>
Consumo das famílias	4,3	1,0	1,2
Consumo do Governo	0,8	1,0	1,2
Formação Bruta de Capital Fixo	0,7	1,2	1,5
Exportação	5,5	2,5	3,0
Importação	0,8	2,0	2,2
<b>Contribuições para a variação real do PIB (p.p.)</b>			
<b>Demanda interna</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>
Consumo das Famílias	2,6	0,6	0,8
Consumo do Governo	0,3	0,2	0,2
Investimento (FBCF e variação de estoques)	-0,9	0,1	0,2
<b>Exportações líquidas</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>

Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

**A contribuição da demanda interna para a evolução do PIB deve diminuir de 2,0 p.p. em 2022 para 0,9 p.p. e 1,2 p.p. em 2023 e 2024.** A menor contribuição da demanda interna para o crescimento em 2023 e 2024 decorre, sobretudo, da desaceleração esperada do componente de despesa de consumo das famílias (de 4,3% em 2022 para 1,0% e 1,2% em 2023 e 2024). O aumento da massa ampliada disponível<sup>2</sup>, possibilitado pela expansão do programa Bolsa Família (que deve totalizar R\$ 170 bilhões em 2023 e R\$ 180 bilhões em 2024) e do rendimento médio do trabalho, contribui para suavizar o enfraquecimento do consumo, provocado pelo alto patamar da taxa real de juros.

**As exportações líquidas (demanda externa), por sua vez, devem contribuir com 0,1 p.p. e 0,2 p.p. para a evolução do PIB nesse e no próximo ano (ante 0,9 p.p. em 2022).** Esse movimento reflete o menor ímpeto da demanda por importações dos parceiros comerciais. Espera-se que as exportações avancem 2,5% e 3,0% em 2023 e 2024, enquanto as importações devem variar 2,0% e 2,2%.

**Economia mundial atravessa desaceleração no curto prazo.** Na edição do *World Economic Outlook* (WEO) de abril, o Fundo Monetário Internacional (FMI) continua prevendo desaceleração do PIB mundial, de 3,4% em 2022 para 2,8% em 2023 e 3,0% em 2024 (0,1 p.p. abaixo do previsto em janeiro, para os dois últimos anos). Contudo, houve uma ligeira melhora na perspectiva de crescimento de importantes parceiros comerciais do Brasil, notadamente, Estados Unidos e Europa (Tabela 2). No médio prazo, a previsão para o crescimento global encontra-se em 3,0%, abaixo das taxas de crescimento que prevaleciam antes da pandemia (mais próximas de 4,0%).

<sup>2</sup> Renda Nacional Disponível Bruta das Famílias (RNDBF), calculada pelo Banco Central. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais (código 29028).

**TABELA 2. PROJEÇÕES DE CRESCIMENTO REAL NO *WORLD ECONOMIC OUTLOOK* DO FMI**

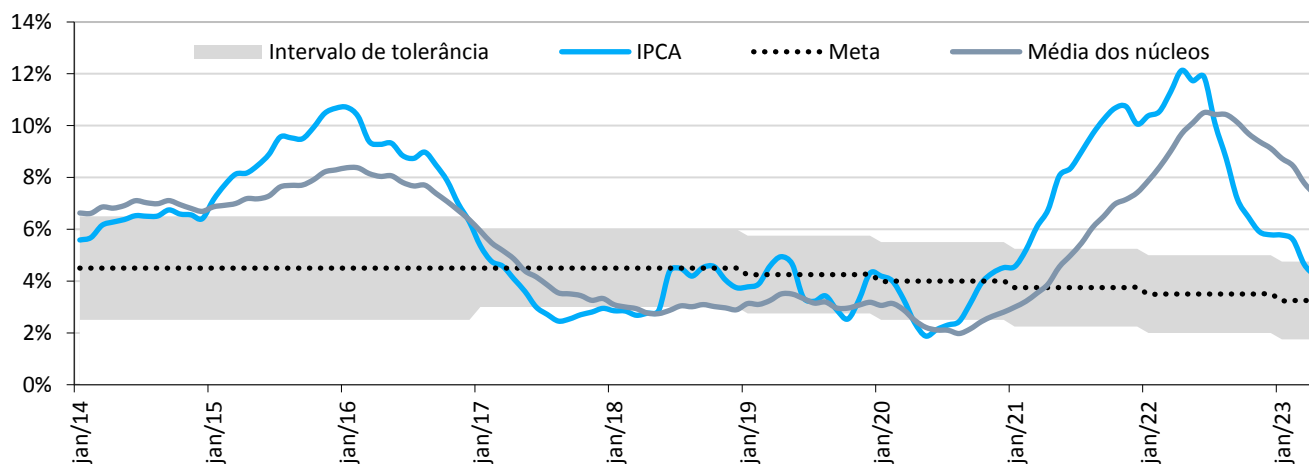
	2022	2023	2024
Mundo	3,4	2,8	3,0
Economias avançadas	2,7	1,3	1,4
Mercados emergentes	4,0	3,9	4,2
China	3,0	5,2	4,5
Estados Unidos	2,1	1,6	1,1
Área do Euro	3,5	0,8	1,4

Fonte: FMI. Elaboração: IFI.

O cenário de referência do FMI<sup>3</sup> pressupõe que (i) a recente turbulência no setor financeiro não provocará interrupções na atividade econômica global; (ii) os preços de commodities recuarão em 2023 devido à desaceleração da demanda global; (iii) as taxas de juros permanecerão elevadas por mais tempo do que o esperado devido ao foco dos Bancos Centrais no retorno da inflação às metas – implementando, em paralelo, ferramentas para garantir a estabilidade financeira; (iv) os governos retirarão gradualmente o apoio à política fiscal, reduzindo os pacotes criados para minimizar os efeitos, do aumento dos preços dos combustíveis e de energia no ano passado, sobre famílias e empresas. Na avaliação do FMI, o crescimento do PIB global diminuiria 0,3 p.p. em 2023 e 0,2 p.p. em 2024 (de 2,8% e 3,0% para 2,5% e 2,8%) em um cenário alternativo, com a hipótese de aperto adicional das condições de crédito impactando famílias e empresas.

**No que diz respeito à evolução dos preços, a expectativa da IFI é que o IPCA encerre o ano em 6,0%, desacelerando para 4,1% em 2024.** A inflação ao consumidor medida pelo IPCA desacelerou de 0,71% em março para 0,61% em abril, acumulando alta de 4,2% em doze meses (Gráfico 2). A média dos núcleos acompanhados pelo Banco Central – medidas que buscam retirar da inflação total a influência de itens de maior volatilidade – permaneceu acima do intervalo compatível com a meta, mas manteve a tendência gradual de desaceleração (de 7,8% em março para 7,3% em abril). O IPCA deve voltar a subir na comparação em doze meses ao longo do segundo semestre, com a saída das deflações registradas em julho, agosto e setembro do ano passado da janela de cálculo.

**GRÁFICO 2. IPCA (VARIAÇÃO ACUMULADA EM 12 MESES)**



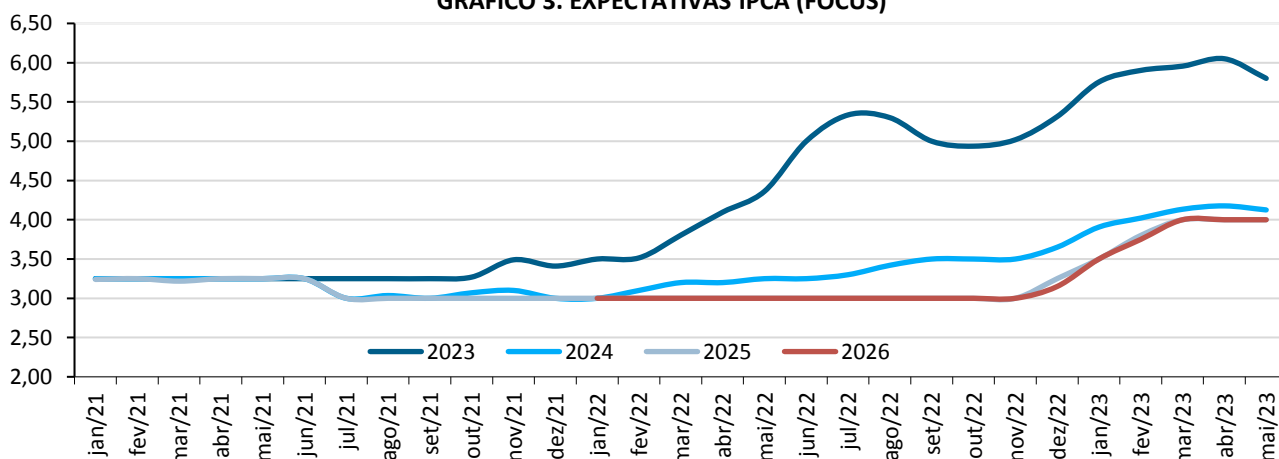
Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

<sup>3</sup> World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

A perspectiva para a inflação de preços livres (4,5% e 3,9%) é explicada (i) pelo componente inercial da inflação (inflação passada), (ii) pela expectativa futura de inflação doze meses à frente (obtida no Boletim Focus), (iii) pela evolução do hiato do produto (voltando para o terreno negativo em 2023 e 2024), (iv) pela dinâmica da taxa de câmbio (R\$/US\$ 5,21 em 2023 e R\$/US\$ 5,30 em 2024) e (v) pelos preços de commodities (manutenção da tendência de queda, com hipótese de retorno gradual à média histórica). Já as perspectivas para os preços administrados, correspondentes a 25% do IPCA, são obtidas no Boletim Focus (10,5% em 2023 e 4,6% em 2024).

**O cenário base da IFI considera que a taxa Selic começará a cair no segundo semestre, atingindo 13,00% a.a. no fim do ano e 10,50% a.a. no fim de 2024.** O Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central voltou a afirmar que a manutenção da taxa Selic (13,75% a.a.), por enquanto, é a melhor estratégia, até que o processo de desinflação se consolide e as expectativas de inflação (Gráfico 3) se ancorem. A comunicação do Copom na última reunião manteve um tom conservador, sem abrir espaço para mudanças na política monetária no curto prazo. Com relação à política fiscal, o comitê continuou a considerá-la uma fonte potencial de risco de alta para a inflação, mas observou que a apresentação do novo conjunto de regras fiscais reduziu parcialmente a incerteza associada a cenários extremos de expansão da dívida pública.

**GRÁFICO 3. EXPECTATIVAS IPCA (FOCUS)**



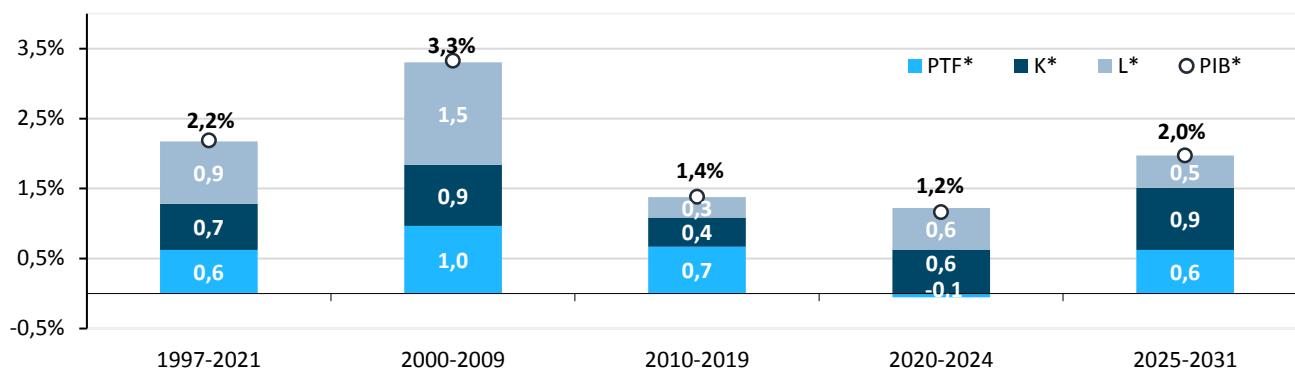
## 1.2 Projeções de médio prazo

**Projeção para o crescimento real do PIB no médio prazo é de 2,0%.** No cenário base, espera-se que a ociosidade da economia (medida pelo hiato do produto) seja eliminada em 2025, momento em que o PIB passa a evoluir em linha com o seu crescimento potencial<sup>4</sup>. No horizonte 2025–2032, assume-se que o crescimento do PIB estabilize ao redor de 2,0%, pouco abaixo da média histórica (1997–2021) de 2,2% (Gráfico 4). Esse valor é composto pelas seguintes contribuições: (i) +0,6 p.p. (próxima da média histórica) da produtividade total dos fatores (PTF), (ii) +0,9 p.p. do estoque de capital K (superior à média histórica de 0,7 p.p.) e (iii) +0,5 p.p. do estoque de trabalho L (abaixo da média histórica de 0,9 p.p.,

<sup>4</sup> De acordo com essa metodologia, o nível de produto reflete o tamanho do estoque de capital, o número de horas trabalhadas que a população ocupada oferta e a produtividade total dos fatores (produtividade combinada dos insumos capital e trabalho). Para mais informações, acesse o Estudo Especial (EE) nº 4, disponível em: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE\\_04\\_2018.pdf](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/536764/EE_04_2018.pdf).

pois se espera que a força de trabalho cresça mais lentamente devido ao envelhecimento da população).

**GRÁFICO 4. DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB POTENCIAL (P.P.)**



Fonte: IFI.

**Taxa de inflação caminha para 3,0% no médio prazo, enquanto a taxa Selic converge para 7,0%.** A partir do momento em que o PIB efetivo se iguala ao PIB potencial e a taxa de inflação se ancora na meta (3,0%) – supondo a manutenção das metas de inflação na reunião de junho do Conselho Monetário Nacional (CMN) – o valor estimado para a taxa Selic caminha para o valor da taxa de juros nominal natural (taxa de juros real natural acrescida da meta de inflação). No horizonte de projeções, assume-se que a taxa de juros real (cerca de 4,0%) siga uma relação de paridade, através da qual a taxa de juros doméstica se iguala à taxa de juros internacional<sup>5</sup> acrescida do prêmio de risco-país<sup>6</sup> e da depreciação esperada da taxa de câmbio<sup>7</sup>. No cenário base, o prêmio de risco está posicionado em 270 pontos e o patamar médio da taxa de câmbio entre 2025 e 2032 encontra-se em R\$/US\$ 5,50 (depreciação no período ao redor de 0,9% ao ano).

**Diferença média entre deflator implícito do PIB e IPCA é de 0,6 p.p.** A previsão para o deflator 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, permanece nos próximos anos, (ii) o deflator do consumo do governo e o deflator da formação bruta de capital fixo (FBCF) crescem de forma alinhada ao IPCA, e (iii) o deflator das exportações cresce em linha com o deflator das importações (o que implica um cenário neutro para a evolução dos termos de troca). Dessa forma, assume-se que o deflator implícito do PIB (4,0%) evolua 0,6 p.p. acima da variação média do IPCA no médio prazo.

**PIB nominal.** O crescimento real de 2,0% e o deflator de 4,0% devem produzir alta nominal do PIB, entre 2025 e 2032, de 6,0%. Em valores correntes, o PIB avançaria de R\$ 10,5 trilhões em 2023 para R\$ 18,0 trilhões em 2032, patamar superior à projeção apresentada em novembro.

**Cenários alternativos.** Como forma de captar as incertezas inerentes às projeções do cenário macroeconômico, apresentamos, além do cenário base, as trajetórias das principais variáveis macrofiscais em dois cenários alternativos (otimista e pessimista). Os desvios da projeção central decorrem de mudanças (com base em suposições e julgamentos) na trajetória das variáveis exógenas (determinadas fora do modelo), como a produtividade total dos fatores, o

<sup>5</sup> Como medida da taxa de juros internacional, considera-se a taxa de juros efetiva praticada pelo *Federal Reserve Bank* (Fed) descontada a inflação americana. As premissas utilizadas pela IFI para essas variáveis derivam dos cenários apresentados pelo *Congressional Budget Office* (CBO).

<sup>6</sup> A trajetória do risco-país (representado pela variável Embi-Br) é definida a partir de avaliação e julgamento de premissas sobre os ambientes doméstico e internacional.

<sup>7</sup> Assume-se que a variação da taxa de câmbio no médio prazo é dada pela diferença entre as inflações doméstica e externa.

crescimento econômico global, o prêmio de risco do país e o indicador de incerteza da política econômica<sup>8</sup>, produzindo quadros mais ou menos benignos em relação ao cenário base.

**Pessimista.** A intensificação das incertezas presentes no cenário base – cenário internacional mais desafiador e manutenção do risco fiscal no âmbito doméstico – poderia resultar em deterioração adicional da confiança dos agentes econômicos, dos preços de ativos financeiros e das expectativas de inflação. 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. O cenário pessimista é marcado por uma reação muito mais lenta do produto e do mercado de trabalho. Entre 2025 e 2032, a taxa média de crescimento do PIB é de 1,0% e a taxa real de juros converge para um patamar mais elevado, ao redor de 5%.

**Otimista.** No cenário otimista, supõe-se um ambiente mais propício ao crescimento econômico, havendo maior fôlego para a retomada cíclica da atividade (fechamento do hiato do produto em 2023). Entre 2025 e 2032, a perspectiva para a taxa média de crescimento do PIB é de 3,0% (com maior avanço da produtividade total dos fatores) e a taxa real de juros convergiria para o patamar de 3,0%.

A Tabela 3 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base e para os alternativos.

**TABELA 3. PROJEÇÕES DOS CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA**

	Base			Otimista			Pessimista		
	2023	2024	2025-2032	2023	2024	2025-2032	2023	2024	2025-2032
PIB nominal (R\$ bilhões)	10.551	11.265	14.881	10.554	11.327	14.983	10.528	11.282	14.698
PIB – Taxa de variação real (%)	1,0	1,4	2,0	1,7	2,4	3,0	0,4	0,4	1,0
Deflator implícito do PIB (% variação média anual)	5,3	5,3	4,0	4,7	4,8	3,8	5,8	6,7	5,4
IPCA (% variação média anual)	5,1	4,9	3,4	4,5	4,4	3,2	5,6	6,3	4,8
IPCA (% variação ano contra ano em dezembro)	6,0	4,1	3,2	5,4	3,6	3,0	6,5	5,5	4,6
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	9,5	9,6	9,6	8,7	8,7	8,7	10,1	10,6	11,5
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,21	5,30	5,52	5,08	5,15	5,31	5,40	5,57	6,18
Selic (%)	13,00	10,50	7,30	12,50	9,50	6,28	13,75	12,50	10,21
Juro real (%)	6,4	5,3	4,0	5,2	5,2	3,3	8,2	6,7	4,9

Fonte: IFI.

<sup>8</sup> Indicador disponível em bases mensais para a economia brasileira: <https://www.policyuncertainty.com/index.html>