

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO¹

1.1 Introdução

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de novembro apresenta a atualização das projeções de curto e médio prazo para as variáveis macrofiscais. Esse processo incorpora novos dados realizados e reavalia as premissas subjacentes aos cenários base, otimista e pessimista, de modo a garantir a coerência das previsões com o estado atual da economia. A atualização dos três cenários tem como objetivo evidenciar o grau de incerteza das projeções, bem como sua dependência em relação a diferentes configurações da conjuntura. A metodologia para elaboração das projeções das variáveis macroeconômicas que fundamentam os cenários fiscais foi descrita anteriormente no Estudo Especial nº13².

Comparativamente ao cenário anterior delineado em maio de 2023³ as principais revisões concentraram-se no curto prazo, evidenciando a resistência da atividade econômica e melhorias nos índices de inflação. Nossas projeções indicam um crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) de 3,0% em 2023 e 1,2% em 2024, com a perspectiva de convergência para uma taxa média de 2,0% no médio prazo. Quanto ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), esperamos variações de 4,6% e 4,0% neste e no próximo ano, seguindo uma trajetória gradual em direção à meta de inflação.

A eclosão do conflito no Oriente Médio em outubro introduz novos desafios ao cenário internacional, embora ainda não tenha impactado de forma significativa os preços das commodities e a taxa de câmbio. A elevação das taxas de juros nos Estados Unidos, especialmente as de longo prazo, impulsionada, em parte, pelo aumento do prêmio fiscal devido a deficits nominais persistentes, por sua vez, gera incertezas sobre a extensão do ciclo de redução de juros implementado pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central.

No âmbito doméstico, a decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN) de manter as metas de inflação de 2024 e 2025 em 3,0%, o mesmo patamar estabelecido para 2026, e a aprovação do novo arcabouço fiscal, delineando uma trajetória para o resultado primário, ajudaram a reduzir prêmio de risco e as expectativas de inflação entre os agentes econômicos. No entanto, as projeções de inflação do Boletim Focus para o horizonte relevante da política monetária ainda estão acima do centro da meta. As preocupações em relação à sustentabilidade da dívida pública persistem, especialmente devido à dependência do ajuste pela receita.

A perspectiva de promulgação da reforma tributária até o final do ano, substituindo cinco tributos de estados, municípios e do governo federal por um Tributo sobre Valor Adicionado (IVA) dual, **representa um novo elemento positivo para o cenário econômico.** Possíveis ganhos para o PIB potencial foram considerados, nesta edição, apenas no cenário otimista, levando em conta que, após a promulgação, persiste o desafio da aprovação de leis complementares que detalhem as regras gerais estabelecidas na correspondente emenda constitucional. Além disso, há o desafio de desenvolvimento da estrutura gerencial e tecnológica do governo para conduzir a transição de 2026 a 2032, período em que os dois sistemas estarão operando simultaneamente.

As próximas seções apresentam as projeções de curto e médio prazo do cenário base, além da descrição das projeções dos cenários alternativos.

¹ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2023/novembro/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-nov-2023>.

² Disponível em: <https://bit.ly/3MNkj1M>.

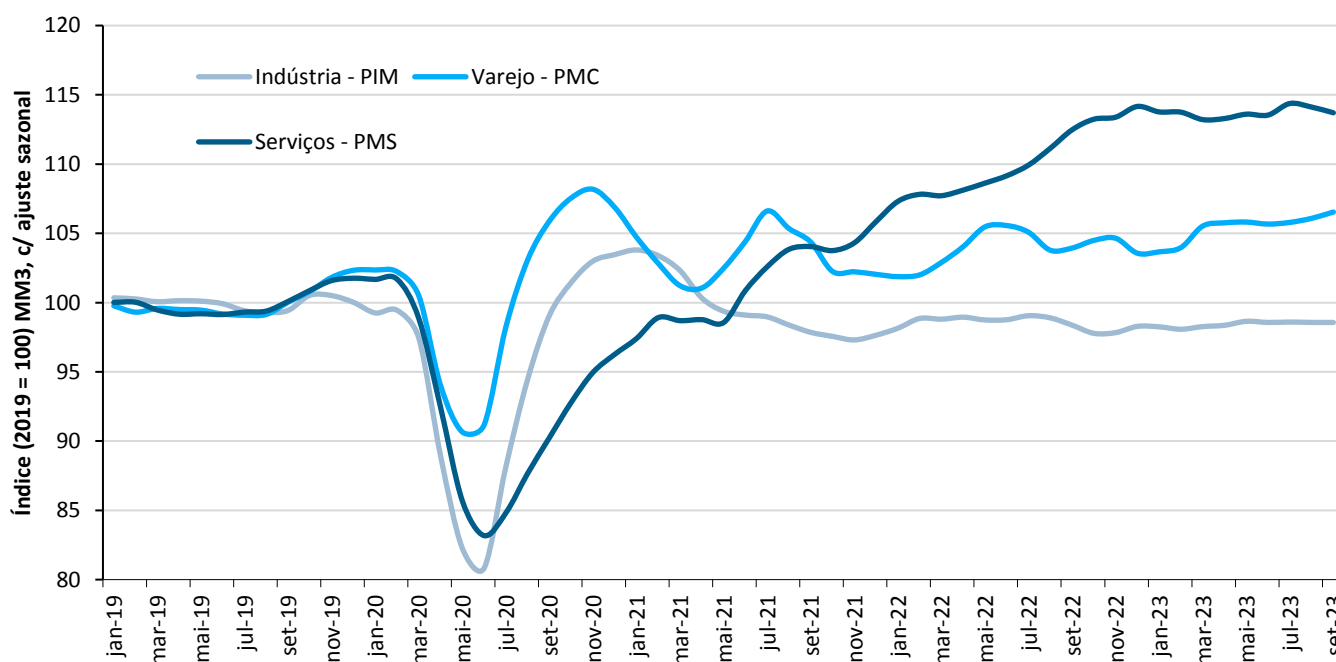
³ A IFI realiza análises mais frequentes do cenário de curto prazo, abrangendo um período de 2 anos. Entretanto, as projeções de médio prazo (10 anos) são formuladas nos meses de maio e novembro. Assim, a comparação neste relatório será feita em relação ao último cenário de médio prazo, elaborado em maio deste ano. Para informações adicionais, consulte: <https://bit.ly/3uiHjzp>.

1.2 Projeções de curto prazo

A expansão vigorosa da atividade econômica no primeiro semestre superou as estimativas iniciais, impulsionada pelo desempenho positivo no setor agropecuário e de serviços do lado da oferta, além do consumo das famílias e das exportações líquidas do lado da demanda. No entanto, dados mais recentes apontam para uma perda de dinamismo na atividade econômica ao longo da segunda metade do ano (Gráfico 1).

No terceiro trimestre, conforme os dados do IBGE, a produção industrial (PIM), as vendas no varejo ampliado (PMC) e o volume de serviços (PMS) registraram, respectivamente, variações de 0,0%, 0,0% e 0,1%, em comparação com os três meses imediatamente anteriores, considerando a série com ajuste sazonal. Se permanecerem estáveis nos próximos três meses, o resultado do quarto trimestre seria de 0,1%, 0,3% e -0,6%, nessa ordem, devido ao carregamento estatístico.

GRÁFICO 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA



Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

Projetamos estabilidade para o PIB no terceiro trimestre em comparação com o trimestre anterior e um leve recuo de 0,2% no quarto trimestre, na série com ajuste sazonal. Com base nessa dinâmica trimestral, estimamos que a variação do PIB em volume em 2023 seja de 3,0%.

Para 2024, a projeção de crescimento do PIB é de 1,2%. Espera-se que a atividade econômica avance nesse ano devido a condições financeiras menos restritivas. No entanto, essa expansão será limitada pelo baixo carregamento estatístico, estimado em 0,2%, e por uma menor contribuição das exportações líquidas. A previsão de crescimento real do PIB no curto prazo é obtida pela análise dos componentes na ótica da despesa, conforme detalhado na Tabela 1.

TABELA 1. PREVISÕES DE CURTO PRAZO PARA O CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME

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

Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

A contribuição da demanda interna para o crescimento do PIB deve diminuir de 2,0 pontos percentuais (p.p.) em 2022 para 1,8 p.p. e 1,3 p.p. em 2023 e 2024, principalmente devido à desaceleração no componente de despesa de consumo das famílias, que deverá passar de 4,3% em 2022 para 2,5% e 1,5% em 2023 e 2024. A redução da taxa de desemprego e a expansão da massa salarial tem ajudado a mitigar a desaceleração do consumo resultante do elevado nível da taxa real de juros.

Na revisão de maio, a expectativa era de que a taxa média de desemprego para 2023 alcançasse 9,6% da força de trabalho. No entanto, a projeção mais recente indica 8,2%. Esse ajuste é principalmente atribuído à diminuição, além do esperado, na taxa de participação. Em 2023 e 2024, prevê-se que a massa salarial ampliada, que abrange a soma da massa de rendimentos de trabalho e dos benefícios previdenciários e de proteção social transferidos pelo governo às famílias, cresça 5,7% e 2,0%, respectivamente. Nessa mesma comparação, a taxa de desemprego deve subir de 8,2% para 8,5%.

As exportações líquidas (demanda externa) deverão contribuir com 1,1 p.p e -0,1 p.p. para a evolução do PIB neste e no próximo ano, comparativamente ao 0,9 ponto percentual em 2022. A projeção é de avanço nas exportações em 6,5% e 2,5% em 2023 e 2024, enquanto as importações devem variar em 0,5% e 3,5%, refletindo o menor ímpeto da demanda por importações por parte dos parceiros comerciais e uma perspectiva mais favorável para os investimentos.

De acordo com a edição de outubro do *World Economic Outlook* (WEO)⁴, o Fundo Monetário Internacional (FMI) prevê uma desaceleração suave do PIB mundial, passando de 3,5% em 2022 para 3,0% em 2023 e 2,9% em 2024, 0,1 ponto percentual abaixo do que se previa em junho. Esse declínio reflete, em parte, o impacto das taxas de juros mais altas implementadas pelos Bancos Centrais para conter a elevação da inflação.

Para as economias avançadas, espera-se que o PIB desacelere de 2,6% em 2022 para 1,5% em 2023 e 1,4% em 2024 (Tabela 2). Nos Estados Unidos, antecipa-se que o crescimento do PIB desacelere de 2,1% este ano para 1,5% em 2024, devido a condições financeiras mais restritas. Na Área do Euro, onde a demanda está mais enfraquecida, projeta-se uma diminuição do crescimento do PIB para 0,7% em 2023 e um aumento para 1,2% em 2024, à medida que os efeitos adversos da alta inflação nos rendimentos reais se dissipam. Já para as economias de mercado emergente e em desenvolvimento, a projeção é de um declínio modesto, de 4,1% em 2022 para 4,0% em ambos os anos de 2023 e 2024. Para a China, prevê-se que o crescimento seja contido pela crise do setor imobiliário, com uma projeção de 5,0% em 2023 e 4,2% em 2024.

⁴ Disponível em: <https://bit.ly/47fo48E>.

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

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

Fonte: FMI. Elaboração: IFI.

Ao examinar os indicadores de preços domésticos, observa-se uma desaceleração na taxa de inflação ao consumidor, medida pelo IPCA, de 0,26% em setembro para 0,24% em outubro. No acumulado dos últimos 12 meses, essa taxa também desacelerou, passando de 5,2% para 4,8%. A variação dos preços administrados, que englobam itens como combustíveis e energia elétrica, permaneceu em torno de 10%. Em contrapartida, a variação dos preços livres se aproximou de 3,0% refletindo a queda nos preços de alimentos, desaceleração de bens industriais e estabilidade nos serviços, em torno de 5,5% (Tabela 3). A média dos núcleos, que excluem itens mais voláteis para capturar a tendência da inflação ao consumidor, atingiu 4,7% em outubro, situando-se no intervalo de tolerância estabelecido para a meta.

TABELA 3. COMPOSIÇÃO DO IPCA

	No mês			12 meses		
	ago/23	set/23	out/23	ago/23	set/23	out/23
IPCA	0,23%	0,26%	0,24%	4,6%	5,2%	4,8%
Administrados	1,26%	1,11%	-0,03%	7,7%	10,2%	10,0%
Gasolina	1,24%	2,80%	-1,53%	3,9%	16,6%	16,6%
Energia elétrica	4,59%	0,99%	-0,58%	9,3%	9,6%	8,6%
Plano de saúde	0,78%	0,71%	0,76%	13,7%	13,2%	12,5%
Produtos farmacêuticos	0,14%	0,03%	0,06%	5,9%	5,6%	5,7%
Livres	-0,12%	-0,04%	0,34%	3,6%	3,5%	3,1%
Alimentos	-1,26%	-1,02%	0,27%	-0,6%	-0,8%	-1,3%
Serviços	0,08%	0,50%	0,59%	5,4%	5,5%	5,5%
Industrializados	0,31%	-0,19%	0,00%	3,7%	3,4%	2,7%
Média dos núcleos	0,28%	0,22%	0,26%	5,2%	5,0%	4,7%

Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

A IFI prevê que o IPCA encerrará o ano em 4,6%, com uma subsequente desaceleração para 4,0% em 2024. As projeções para os preços administrados, representando 25% do IPCA, são extraídas do Boletim Focus, com estimativas de 9,7% em 2023 e 4,5% em 2024. No tocante à inflação de preços livres, antecipa-se um aumento de 2,9% em 2023 para 3,8% em 2024. Este cenário é moldado por diversos fatores, incluindo o componente inercial da inflação (inflação passada), expectativa de inflação para os próximos doze meses, a evolução do hiato do produto, a dinâmica da taxa de câmbio e os preços das commodities. Conforme as estimativas da IFI, o hiato do produto no segundo trimestre de 2023 está aberto, situando-se em torno de 0,7%⁵ do produto potencial, e projeta-se uma moderada reversão para terreno negativo ao longo de 2024. Quanto às commodities, considera-se a persistência da atual tendência de queda, com a hipótese de um retorno gradual à média histórica.

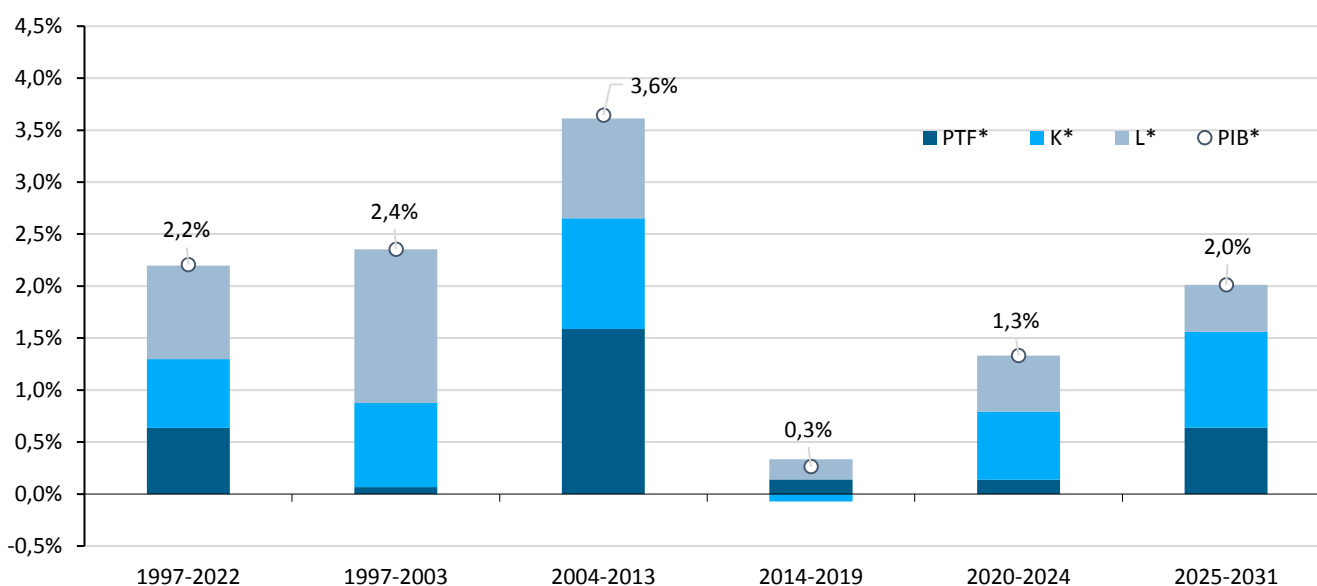
⁵ A série histórica do hiato do produto calculada pela IFI pode ser acessada em: <https://bit.ly/3ujOCqG>

Conforme indicado na ata da decisão de novembro, na qual a taxa Selic foi reduzida para 12,25%, o Copom sinalizou a intenção de dar continuidade à trajetória de redução dos juros básicos da economia nas próximas duas reuniões, previstas para dezembro e janeiro. Isso ocorre em virtude do cenário de inflação e atividade que está seguindo conforme o esperado. No entanto, a ata revelou novas preocupações em relação ao cenário fiscal doméstico, destacando a incerteza quanto ao cumprimento e a possibilidade de alteração da meta de resultado primário. O Copom também expressou apreensão em relação à evolução do ambiente internacional e seus possíveis impactos sobre a inflação doméstica. Embora essas preocupações não devam afetar o cenário de curto prazo, com a expectativa de que a taxa Selic encerre 2023 em 11,75%, elas podem influenciar a extensão do ciclo ao longo do próximo ano. **No cenário base, prevê-se que a taxa Selic atinja o patamar de 9,5% no final de 2024.**

1.3 Projeções de médio prazo

No cenário base, a expectativa é que a ociosidade da economia, medida pelo hiato do produto, seja eliminada em 2025, quando o PIB começará a crescer de acordo com seu potencial⁶. Para o horizonte de 2025 a 2033, projeta-se que o crescimento se estabilize em torno de 2,0%, ligeiramente abaixo da média histórica de 2,2% entre 1997 e 2022 (Gráfico 2). Essa projeção é formada pelas seguintes contribuições: (i) +0,6 p.p. da produtividade total dos fatores (PTF), aproximadamente na média histórica; (ii) +0,9 ponto percentual do estoque de capital (K), um pouco acima da 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., devido à expectativa de um crescimento mais lento da força de trabalho por causa do envelhecimento da população.

GRÁFICO 2. DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB POTENCIAL (P.P.)



Fonte: IFI.

A taxa de desemprego média, no período de 2025 a 2032, é estimada em 8,5% da força de trabalho, assumindo que a população ocupada cresça à mesma taxa da força de trabalho, aproximadamente 1,0% ao ano. Na atualização de maio, a taxa de desemprego estava convergindo para um patamar mais elevado (9,6%). Essa mudança decorre, principalmente, da revisão para baixo das projeções para os anos de 2023 e 2024, devido às condições relativamente apertadas no mercado de trabalho.

⁶ 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 nº 4, disponível em: <https://bit.ly/3FZo2pl>

Quando o PIB efetivo cresce em consonância com a taxa potencial e a inflação se estabiliza na meta de 3,0%⁷, a taxa Selic (7,0%) passa a refletir o valor da taxa de juros nominal natural, composta pela taxa de juros real acrescida da meta de inflação. Ao longo do horizonte de projeções, a taxa de juros real (4,0%) é derivada por meio da suposição de uma relação de paridade, na qual a taxa de juros doméstica se equipara à taxa de juros internacional, acrescida do prêmio de risco-país e da depreciação esperada da taxa de câmbio.

A trajetória do risco-país⁸ é definida com base na avaliação e julgamento de premissas sobre os ambientes doméstico e internacional. **No cenário base, o prêmio de risco é fixado em 250 pontos, mantido pouco acima do patamar atual**, e o nível médio da taxa de câmbio previsto entre 2025 e 2033 é de R\$/US\$ 5,28, com depreciação média de 0,9%. Assume-se que a variação da taxa de câmbio no médio prazo é dada pela diferença entre as inflações doméstica e externa.

Como medida da taxa de juros internacional, considera-se a taxa de juros efetiva praticada pelo *Federal Reserve Bank* (Fed) descontada a inflação americana, derivadas dos cenários apresentados pelo *Congressional Budget Office* (CBO)⁹. No cenário base, presume-se que a inflação americana retorne para a meta de 2,0% e a taxa de juros nominal nos EUA atinja o nível de 2,5%, em linha com a estimativa mediana do Fed para a taxa dos fundos federais a longo prazo.

1.4 Cenários alternativos

Como uma forma de abranger 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 em relação à projeção central resultam de mudanças baseadas em suposições e julgamentos na trajetória das variáveis exógenas (determinadas fora do modelo), como o crescimento econômico global, o preço de commodities, o risco-país e a produtividade total dos fatores, gerando quadros mais ou menos favoráveis em comparação com o cenário base.

No cenário pessimista, a presença de condições mais desfavoráveis no ambiente internacional e no cenário fiscal doméstico poderia conduzir a uma deterioração na confiança, nos preços de ativos financeiros e nas expectativas de inflação. Com as projeções de inflação superando a meta ao longo do horizonte de previsão, espera-se que a taxa de juros nominal se eleve. Este cenário pessimista é caracterizado por uma resposta substancialmente mais lenta do produto. Entre 2025 e 2033, a taxa média de crescimento do PIB seria de 1,0% e a taxa real de juros convergiria para um patamar mais elevado, em torno de 6,4%. Nesse contexto, consideramos que a taxa *Fed Funds* caminhe para 3,5%, alinhada com a perspectiva atual de algumas autoridades do Banco Central americano¹⁰.

No cenário otimista, vislumbra-se um ambiente mais favorável ao crescimento econômico. Durante o período de 2025 a 2033, projeta-se uma média de crescimento do PIB de 3,2%, pressupondo um aumento médio anual de 1,5% na produtividade total dos fatores, variação observada entre 2004 e 2013 (Gráfico 3, enquanto a taxa real de juros converge para o nível de 3,0%). Nesse contexto, considera-se a possibilidade de obter ganhos positivos decorrentes da aprovação da reforma tributária sobre o crescimento do PIB. A diferença de 1,2 p.p. na média de 2025-2033 entre o cenário base e o otimista para o PIB é atribuída ao crescimento superior da produtividade e do estoque de capital.

Um recente documento divulgado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)¹¹ destaca que a atual proposta de reforma aproximaria o Brasil das melhores práticas internacionais, reduzindo as distorções associadas à complexidade do atual sistema tributário. Esta mudança é vista como potencialmente benéfica para a produtividade e o crescimento econômico. No entanto, a expansão de exceções e a introdução de alíquotas reduzidas poderiam limitar os ganhos esperados com a reforma.

⁷ Assumindo a continuidade das metas de inflação definidas pelo CMN.

⁸ Representado pela variável Embi-Br.

⁹ Disponíveis em: <https://bit.ly/49DGxxh>

¹⁰ Ver, por exemplo, <https://bit.ly/46eElb3>.

¹¹ "Redesigning Brazil's consumption taxes to strengthen growth and equity", disponível em: <https://bit.ly/3uoKrIY>.

Alguns estudos¹² sobre os impactos macroeconômicos da reforma no PIB potencial indicam um certo consenso em relação ao efeito positivo sobre o crescimento, embora haja controvérsia quanto à magnitude. As estimativas para o aumento de longo prazo no nível do PIB variam de 2,5% a 20%, o que equivaleria a um acréscimo no crescimento anual do PIB de 0,2 p.p. a 1,2 p.p.

Considerando as incertezas associadas a essas estimativas, assim como o desafio da aprovação de leis complementares que detalhem as regras gerais estabelecidas na proposta após a promulgação e do desenvolvimento da estrutura gerencial e tecnológica do governo para conduzir a transição de 2026 a 2033, optou-se, neste estágio inicial, por considerar o efeito mais conservador (0,2 p.p.)¹³.

A Tabela 4 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base e para os alternativos.

TABELA 4. PROJEÇÕES DOS CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA

Versão: Novembro de 2023									
	Base			Otimista			Pessimista		
	2023	2024	2025-2033	2023	2024	2025-2033	2023	2024	2025-2033
PIB nominal (R\$ bilhões)	10.688	11.338	15.233	10.693	11.410	16.259	10.680	11.282	15.423
PIB – Taxa de variação real (%)	3,0	1,2	2,0	3,2	2,4	3,2	2,7	0,1	1,0
Deflator implícito do PIB (% variação média anual)	4,7	4,8	3,7	4,5	4,2	3,7	4,9	5,5	5,0
IPCA (% variação média anual)	4,6	4,0	3,1	4,4	3,3	3,0	4,8	4,6	4,4
IPCA (% variação ano contra ano em dezembro)	4,6	4,0	3,0	4,4	3,4	3,0	4,9	4,7	4,4
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	8,2	8,5	8,5	8,1	7,5	7,5	8,3	9,2	10,2
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,00	5,08	5,28	4,83	4,88	5,06	5,20	5,32	5,91
Prêmio de risco – Embi (final de período)	200	250	250	185	200	200	215	330	330
Selic (%)	11,75	9,50	7,19	11,75	8,50	6,1	11,75	11,00	11,00
Juro real (%)	6,2	5,3	4,0	6,1	4,4	3,0	7,7	7,8	6,4

Versão: Maio de 2023									
	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
Prêmio de risco – Embi (final de período)	270	270	270	220	220	220	370	370	370
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.

¹² Ver a revisão bibliográfica constante no relatório “Resultados do Grupo de Trabalho sobre a Reforma Tributária” do Tribunal de Contas da União (TCU), disponível em: <https://bit.ly/3sAL9Ua>.

¹³ Oliveira, J. M. (2023). “Propostas de reforma tributária e seus impactos: Uma avaliação comparativa”, Carta de Conjuntura, Ipea. Disponível em: <https://bit.ly/3MST1Hk>.