

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

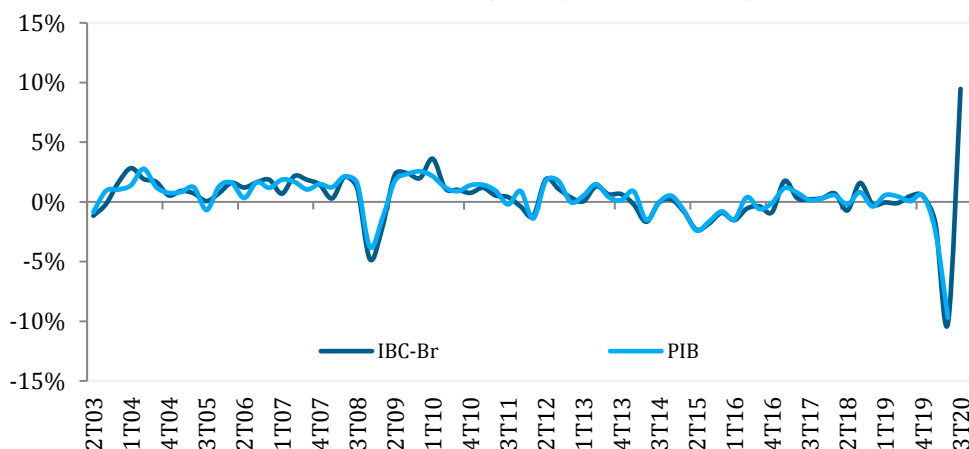
O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de novembro traz a atualização das projeções para as variáveis macrofiscais. Novos dados realizados são incorporados e também reavaliadas as hipóteses por trás de cada um dos cenários (base, otimista e pessimista), de modo a garantir que as previsões reflitam o estado atual da economia.

Uma visão geral de como são elaboradas as projeções das variáveis macroeconômicas (PIB, taxa de inflação, nível de emprego, taxa de câmbio e taxa de juros) que subsidiam os cenários fiscais foi apresentada no Estudo Especial nº13¹. 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.

1.1 Atualização do cenário econômico: 2020-2030

Projeção para a variação real do PIB no cenário base foi revisada de -6,5% para -5,0% em 2020. A nova projeção incorpora o conjunto de indicadores disponíveis para o segundo semestre. A retomada delineada nos dados da produção industrial, do nível de utilização da capacidade instalada da indústria de transformação e das vendas do comércio varejista vem ocorrendo de maneira mais intensa do que era esperado pela IFI no cenário base apresentado em junho. A melhora do desempenho da atividade econômica após o choque negativo de março e abril causado pela pandemia pode ser explicada pelo efeito da flexibilização das medidas de isolamento social, do impulso da reabertura das atividades produtivas e do impacto sobre a demanda das políticas de compensação de renda. A título de ilustração, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores que compõe o PIB no lado da oferta, avançou 1,3% entre agosto e setembro e 9,5% entre o segundo e o terceiro trimestre, na série livre de efeitos sazonais, sugerindo crescimento expressivo do produto no período (Gráfico 1).

GRÁFICO 1. IBC-BR E PIB (VARIACIONES TRIMESTRAIS)



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração: IFI.

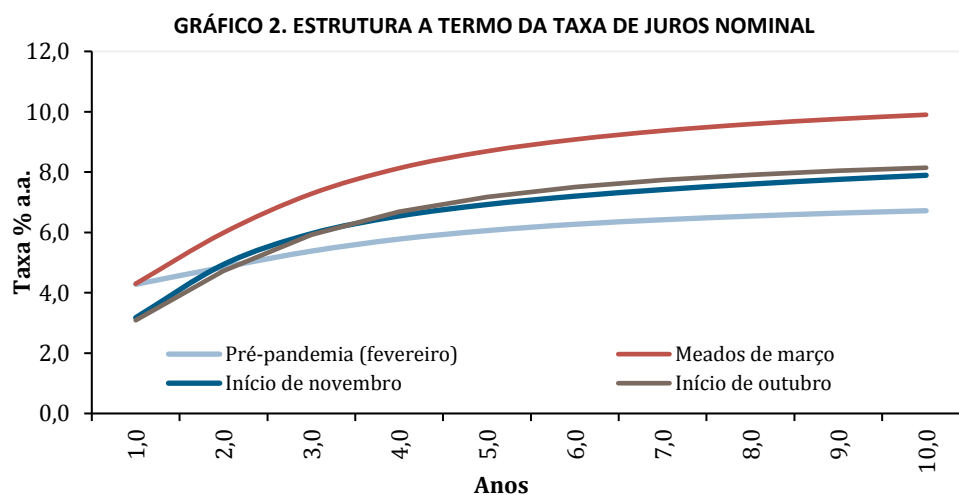
¹ Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/577405/EE13.pdf>

Incerteza em torno da recuperação da atividade. A imprevisibilidade na evolução da pandemia ainda mantém elevado o grau de incerteza em torno da projeção central, não sendo possível descartar uma segunda onda de contaminação, que já está atingindo países da União Europeia e os Estados Unidos. Por outro lado, a descoberta de tratamentos e vacinas (algumas em fase final de testes) diminuem ou eliminam a necessidade do distanciamento social, com seus efeitos negativos sobre a economia.

Fim do auxílio e piora das condições financeiras podem afetar velocidade de recuperação. Em paralelo, a dúvida quanto a evolução da demanda interna após a retirada dos estímulos fiscais (o Auxílio Emergencial a Pessoas em Situação de Vulnerabilidade e o Benefício Emergencial de Proteção do Emprego e da Renda devem ser encerrados no final do ano), em um quadro de pronunciada deterioração do mercado de trabalho, e a piora nas condições financeiras, percebida, por exemplo, na elevação do prêmio embutido na curva futura de juros, podem limitar o ritmo de recuperação da atividade no próximo ano.

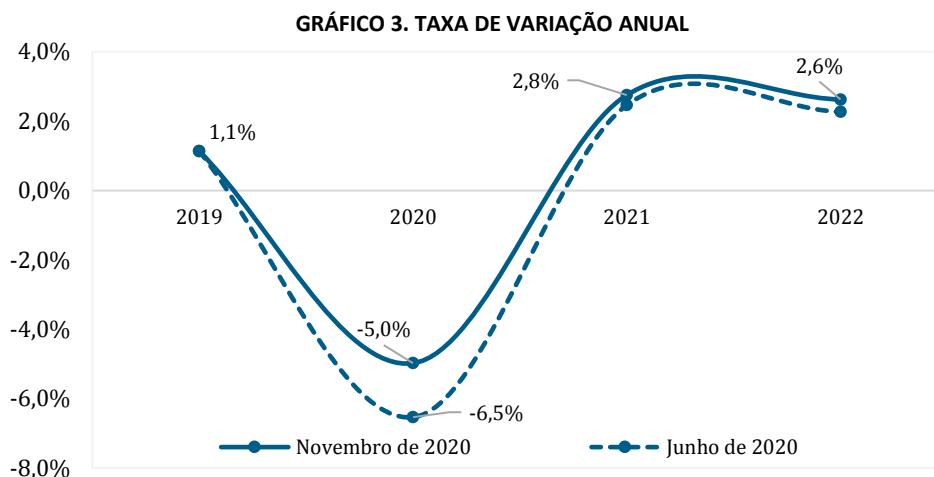
O Gráfico 2 mostra a estrutura a termo de juros - calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com base nas negociações secundárias com títulos públicos. Houve, de fato, um deslocamento paralelo para baixo na curva entre meados de março (início da pandemia) e a atualmente - início de novembro (dados do dia 6). A remuneração (em termos nominais) de um título com prazo de dez anos, que estava em 9,9% em março, diminuiu para 7,9%. Isso se deveu às reduções da Selic promovidas pelo Banco Central, até o inédito patamar de 2% ao ano.

No entanto, a incerteza trazida pela falta de um claro compromisso com políticas fiscais sustentáveis nos próximos anos levou a um aumento da inclinação da curva de juros futuros. Conforme se vê no Gráfico 2, os vértices mais longos (a partir de 2 anos) estão acima do nível pré-pandemia (fevereiro), chegando a diferença a 1,0 ponto percentual (p.p.) no prazo de 7 anos.

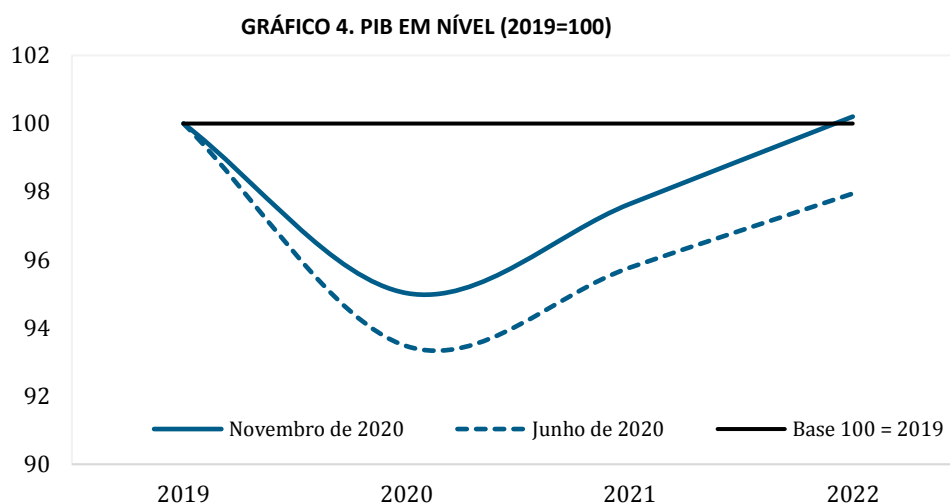


Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

Expectativa para o crescimento do PIB em 2021 é de 2,8%. Em razão dos dados recentes mais robustos que o esperado e a ampliação do *carry over* para o ano seguinte, o crescimento real esperado foi ajustado de 2,5% para 2,8% em 2021, e de 2,3% para 2,6% em 2022. A menor contração esperada para o PIB de 2020 (Gráfico 3) deve fazer com que o nível do PIB retorne ao patamar pré-pandemia em 2022, como se pode observar através do Gráfico 4. Após a recuperação de 2021, o crescimento do PIB deve desacelerar gradualmente para 2,6% em 2022 e para 2,3% no médio prazo (estimativa da IFI para o PIB potencial no cenário base).



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.



Fonte: IBGE e IFI. Elaboração: IFI.

Comparação com as estimativas de outras instituições. O grau de incerteza associado à atual conjuntura pode ser ilustrado pelo intervalo de estimativas para o PIB divulgadas pelas instituições elencadas na Tabela 1. Como se observa, a previsão para a taxa real de crescimento do produto para o próximo ano está compreendida entre 2,8% (IFI e FMI – segundo o relatório *World Economic Outlook* de outubro) e 3,9% (Banco Central – cenário apresentado no Relatório de Inflação de setembro). Já a mediana das projeções de mercado contidas no Boletim Focus do Banco Central (no dia 6 de novembro) sugere variações de -4,8% em 2020 e 3,3% em 2021.

TABELA 1. COMPARAÇÃO COM A ESTIMATIVA DE OUTRAS INSTITUIÇÕES (PIB)

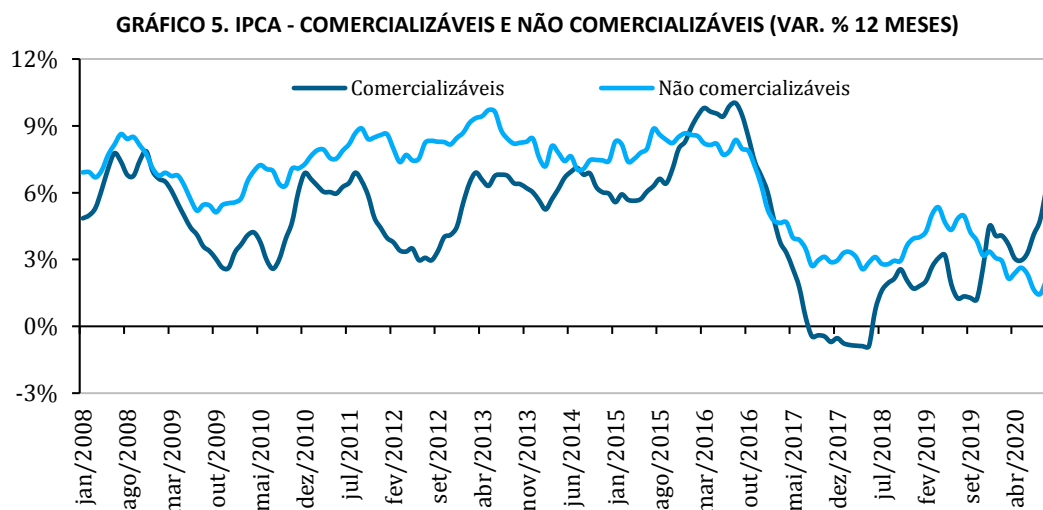
	IFI	SPE ²	FGV/ IBRE ³	Ipea ⁴	Banco Central ⁵	Banco Mundial ⁶	FMI ⁷
2020	-5,0%	-4,7%	-5,1%	-5,0%	-5,0%	-5,4%	-5,8%
2021	2,8%	3,2%	3,5%	3,6%	3,9%	3,0%	2,8%

Elaboração: IFI.

Mudanças nas demais variáveis no curto prazo. Além do PIB, as projeções das principais variáveis sofreram alterações em relação aos números apresentados no RAF de junho de 2020, com destaque para a taxa de câmbio, a taxa de inflação (medida pela taxa de variação do IPCA) e as variáveis do mercado de trabalho (taxa de desemprego e população ocupada).

Entre janeiro e outubro de 2020, a taxa de câmbio (R\$/US\$) passou de 4,27 para 5,77 (uma depreciação de 35,2%). Espera-se que o indicador encerre o ano de 2020 em 5,55 e alcance o patamar de 5,37 no final de 2021, assumindo-se ligeira redução no prêmio de risco soberano (medido pelo *Embi-Br*), de 320 pontos em 2020 para 300 pontos em 2021, patamar mantido ao longo de todo horizonte de projeção.

Expectativa para o IPCA no cenário base foi revisada de 1,4% para 3,0% em 2020. Enquanto os preços de bens não comercializáveis (voltados para o mercado interno, incluindo serviços) caminham ainda abaixo da inflação cheia, refletindo o aumento do desemprego e a tendência de crescimento gradual da atividade de serviços comparativamente ao comércio e à indústria, os preços de bens comercializáveis (ou transacionáveis - afetados pelo comércio externo) vêm sendo pressionados pelo impacto da depreciação da taxa de câmbio e da elevação dos preços de *commodities*.



² <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/boletim-macrofiscal/boletim-macrofiscal-setembro-2020-v14.pdf>

³ https://portalibre.fgv.br/sites/default/files/2020-10/boletimmacroibre_2010_0.pdf

⁴ https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/201001_cc_48_visao_geral.pdf

⁵ <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202009/ri202009b2p.pdf>

⁶ <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/34602>

⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>

Taxa básica de juros deve permanecer em 2,0% até perto do fim de 2021. A existência de capacidade ociosa, evidenciada pela abertura do hiato do produto, contribui para manter as projeções de inflação abaixo da meta em 2020 e 2021. Espera-se que o Banco Central comece a elevar gradualmente a meta da taxa Selic no final de 2021. Mesmo com o início do ajuste na trajetória dos juros, o patamar da taxa de real seguirá provendo estímulos para a recuperação da atividade econômica.

Taxa de desemprego média deve alcançar 13,5% da força de trabalho em 2020. No cenário base, projeta-se que a população ocupada recue 8,9% em 2020, mas volte a crescer a partir de 2021 como resposta à recuperação em curso da economia. Apesar do aumento esperado para o emprego, a taxa de desemprego média em 2021 será mais alta (passando de 13,5% em 2020 para 16,1% em 2021) devido à recuperação da taxa de participação, à medida que mais pessoas voltem a buscar uma colocação.

As condições do mercado de trabalho foram muito afetadas pelo choque na atividade produtiva decorrente da pandemia. A Tabela 2 contém informações referentes à população ocupada, extraídas da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). Observa-se que o menor dinamismo do emprego na comparação com igual período do ano anterior está ocorrendo de forma generalizada entre as categorias, com exceção do setor público. Normalmente, a perda do emprego com carteira assinada costuma ser compensada pela expansão do trabalho por conta-própria, mas esse mecanismo de ajuste não esteja funcionando nessa crise.

TABELA 2. POSIÇÃO NA OCUPAÇÃO

	Valores absolutos (mil pessoas)			Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior			Percentual em relação ao total de ocupados		
	ago/19	jul/20	ago/20	ago/19	jul/20	ago/20	ago/19	jul/20	ago/20
População ocupada	93,631	82,027	81,666	2,0%	-12,3%	-12,8%	100%	100%	100%
Setor privado	44,838	38,076	37,822	1,8%	-15,0%	-15,6%	47,9%	46,4%	46,3%
Com carteira assinada	33,042	29,385	29,067	0,4%	-11,3%	-12,0%	35,3%	35,8%	35,6%
Sem carteira assinada	11,795	8,691	8,755	5,9%	-25,5%	-25,8%	12,6%	10,6%	10,7%
Trabalhador doméstico	6,287	4,593	4,559	0,0%	-26,9%	-27,5%	6,7%	5,6%	5,6%
Com carteira assinada	1,772	1,372	1,334	-4,1%	-21,8%	-24,7%	1,9%	1,7%	1,6%
Sem carteira assinada	4,515	3,222	3,225	1,8%	-28,8%	-28,6%	4,8%	3,9%	3,9%
Setor público	11,671	12,119	11,912	0,0%	3,5%	2,1%	12,5%	14,8%	14,6%
Empregador	4,348	3,938	3,905	-1,6%	-9,1%	-10,2%	4,6%	4,8%	4,8%
Com CNPJ	3,518	3,266	3,225	0,0%	-6,2%	-8,3%	3,8%	4,0%	3,9%
Sem CNPJ	830	672	679	-7,8%	-20,9%	-18,2%	0,9%	0,8%	0,8%
Conta própria	24,293	21,406	21,521	4,7%	-11,6%	-11,4%	25,9%	26,1%	26,4%
Com CNPJ	4,864	5,192	5,084	0,0%	-6,2%	-8,3%	5,2%	6,3%	6,2%
Sem CNPJ	19,429	16,214	16,437	-7,8%	-20,9%	-18,2%	20,8%	19,8%	20,1%
Trabalhador familiar auxiliar	2,193	1,895	1,947	1,1%	-15,0%	-11,2%	2,3%	2,3%	2,4%
População ocupada no mercado informal	38,762	30,694	31,043	3,9%	-20,7%	-19,9%	41,4%	37,4%	38,0%

Fonte: IBGE. Elaboração: IFI.

No médio prazo, crescimento médio do produto é de 2,3% e taxa de juros real é de 3,0% ao ano. A partir do momento em que a ociosidade da economia (medida pelo hiato do produto) é eliminada (o que deve ocorrer apenas em 2025, no cenário base), o crescimento do PIB acompanha o crescimento potencial (2,3%) e a inflação projetada ficar na meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (3,5%). Estimamos que a taxa de juros em termos reais se estabilize ao redor de 3,0% ao ano (média de 2023 a 2030), com a taxa Selic nominal caminhando para 6,5%, aproximadamente.

A Tabela 3 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base e 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 3. PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS (2020-2030): VERSÃO ATUAL X ANTERIOR

	Cenário Base				Cenário Otimista				Cenário Pessimista			
	2020	2021	2022	2023-2030	2020	2021	2022	2023-2030	2020	2021	2022	2023-2030
a. Versão Atual												
PIB – Taxa de variação real (%)	-5,0	2,8	2,6	2,3	-4,2	3,7	3,6	3,5	-5,5	1,8	1,9	1,3
IPCA (%)	3,0	3,1	3,4	3,5	2,9	3,2	3,3	3,2	3,1	4,2	4,2	4,5
Taxa de desemprego (%)	13,5	16,1	15,2	13,0	13,3	15,3	14,0	12,7	13,9	16,9	16,0	13,3
Ocupação - Crescimento real	-8,8	1,8	0,9	0,8	-8,5	2,4	1,2	1,0	-9,2	1,2	0,7	0,6
Prêmio de risco – Embi (final de período)	320	300	300	300	300	275	225	225	343	375	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5,5	5,4	5,3	5,2	5,4	5,2	4,8	4,8	5,7	5,7	5,7	6,4
Juros reais (%)	-0,9	-0,6	0,1	3,0	-0,9	-0,4	0,2	2,4	-1,1	0,8	2,6	5,1
Selic (%)	2,00	2,50	3,50	6,6	2,00	2,75	3,50	5,7	2,0	5,0	7,0	9,7
b. Versão passada												
PIB – Taxa de variação real (%)	-6,5	2,5	2,3	2,3	-5,3	4,3	3,2	3,5	-10,2	-0,3	1,9	1,4
IPCA (%)	1,4	3,1	3,5	3,5	2,1	3,1	3,3	3,3	0,8	2,7	3,3	4,1
Taxa de desemprego (%)	14,2	13,2	12,2	10,2	13,5	12,0	10,8	8,0	15,3	15,6	14,8	12,0
Ocupação - Crescimento real	-4,8	1,2	1,3	0,8	-4,0	1,9	2,0	1,2	-6,0	-0,3	0,9	0,6
Prêmio de risco – Embi (final de período)	400	350	300	250	350	250	200	200	500	400	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	4,9	4,6	4,3	4,2	4,5	4,0	3,7	3,9	5,4	5,0	4,8	5,3
Juros reais (%)	0,8	-0,9	1,0	3,3	0,2	-0,1	1,6	2,7	0,2	-0,2	2,1	4,7
Selic (%)	2,25	2,25	4,50	6,9	2,25	3,00	5,00	6,0	1,00	2,50	5,50	9,0

Fonte: IFI.

Cenário otimista. No cenário otimista, a recuperação mais robusta da economia no segundo semestre de 2020 e a mitigação de incertezas decorrentes da crise pandêmica produziria efeitos menos traumáticos sobre o mercado de trabalho, impulsionando a dinâmica da economia em 2021. Ainda assim, a taxa de desemprego média subiria de 13,3% em 2020 para 15,3% em 2021, diminuindo a partir de então. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 3,2% e a taxa real de juros real converge para um patamar de 2,4% ao ano.

Cenário pessimista. A intensificação do quadro de incertezas gerado pela pandemia e a consequente piora da situação fiscal poderia resultar em deterioração adicional dos preços de ativos financeiros e das expectativas de inflação, o que demandaria um ajuste mais expressivo na política monetária. O cenário pessimista, nesse sentido, é marcado por uma recuperação muito mais lenta da crise. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 1,3% e a taxa real de juros real converge para um patamar mais elevado, ao redor de 5,0% ao ano.