

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

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de maio 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.

1.1 Atualização do cenário econômico: 2021-2030

Setores produtivos recuaram de forma generalizada em março, mas esse resultado é compatível com expansão do PIB no primeiro trimestre. O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), variável que agrega informações dos setores que compõem o PIB no lado da oferta, recuou 1,6% na passagem de fevereiro para março, refletindo o recrudescimento das medidas de distanciamento social. O índice acompanhou o desempenho da produção industrial, das vendas no varejo ampliado (que inclui a comercialização de material de construção e veículos) e do volume de serviços, como se observa na Tabela 1. Na comparação com o quarto trimestre de 2020, na série com ajuste sazonal, a expansão de 2,3%, influenciada pelos resultados positivos de janeiro (1,3%) e fevereiro (1,1%), sugere crescimento do produto no período.

Carry-over para o segundo trimestre é negativo. Os principais indicadores que trazem informações sobre o estado da economia em março deixaram um carregamento estatístico (*carry-over*) negativo para o segundo trimestre (Tabela 1): a produção industrial (-2,0%), as vendas no varejo ampliado (-2,5%) e o volume de serviços (-1,2%). Especificamente para o IBC-Br, série que indica a tendência do PIB, conhecido apenas trimestralmente, nas divulgações do IBGE, o *carry-over* ficou em -0,7%, ou seja, caso apresente variação nula em abril, maio e junho, o trimestre se encerraria com variação de -0,7%.

TABELA 1. INDICADORES DE ATIVIDADE ECONÔMICA

Indicadores	Mês contra mês anterior (com ajuste sazonal)			Trimestre contra trimestre anterior (com ajuste sazonal)			Variação acumulada em 12 meses			Carry over para o 2º
	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Jan-21	Feb-21	Mar-21	
Produção industrial	0.3%	-1.0%	-2.4%	3.0%	1.5%	-0.4%	-4.2%	-4.2%	-3.1%	-2.0%
Vendas no varejo ampliado	-2.3%	3.2%	-5.3%	-1.1%	-2.8%	-3.9%	-2.0%	-2.3%	-1.1%	-2.5%
Volume de serviços	0.3%	4.6%	-4.0%	4.4%	3.9%	2.8%	-8.4%	-8.5%	-8.0%	-1.2%
Índice de atividade do Banco Central (IBC-Br)	1.3%	1.1%	-1.6%	3.0%	2.9%	2.3%	-4.0%	-4.0%	-3.4%	-0.7%

Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração: IFI.

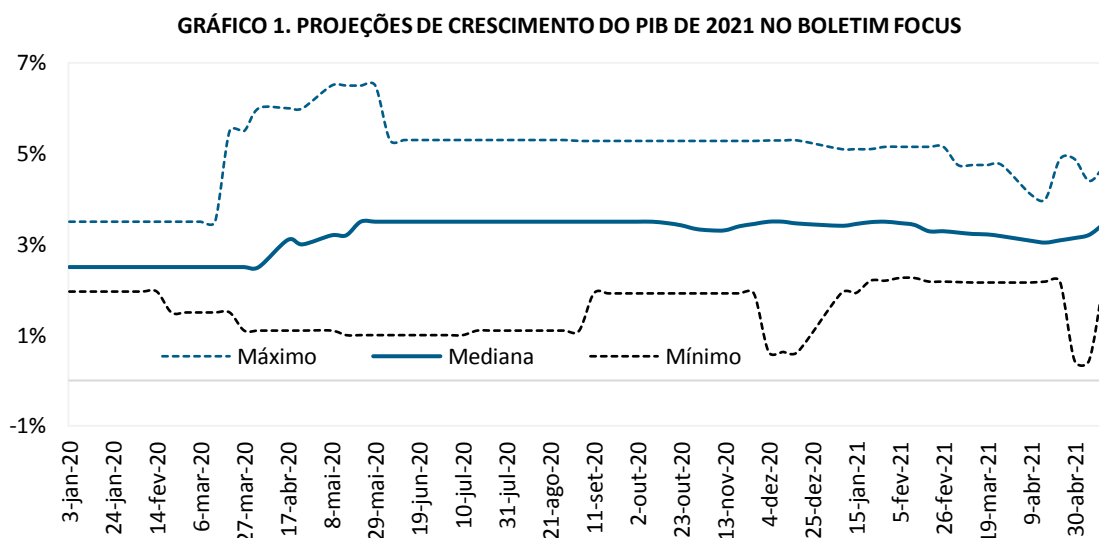
Sinais são mistos na atividade econômica em abril. Os índices de confiança dos consumidores e dos empresários publicados pela FGV avançaram, ambos, 4,3 pontos, entre março e abril, considerando-se as séries dessazonalizadas, revertendo parcialmente a contração que se observou em março. O resultado de abril foi determinado, nas duas pesquisas, pela melhora do componente de expectativas, que pode ter sido impulsionado pelo avanço da vacinação e pela nova edição de medidas de suporte a empresas e consumidores no enfrentamento da pandemia como o Pronampe, o BEm

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

e o Auxílio Emergencial. Por outro lado, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada², publicado pela FGV na Sondagem da Indústria, caiu 1,6 ponto percentual na passagem de março para abril, ao passar de 78,3% para 76,7%.

Projeção para o PIB do primeiro trimestre de 2021 é ajustada de -0,2% para 0,3% ante o quarto trimestre de 2020. Os dados relativos ao primeiro trimestre mostraram que a segunda onda de contágio e a redução dos estímulos fiscais no início do ano produziram impacto menor que o esperado na dinâmica da produção e do consumo. Nesse sentido, a projeção para o PIB do primeiro trimestre frente aos três meses imediatamente anteriores, na série com ajuste sazonal - apresentada no RAF de fevereiro como variação de -0,2% - foi ajustada para +0,3%.

Mediana das projeções de mercado vem sendo revisada para cima. Vale destacar que a melhora da atividade no primeiro trimestre e os sinais, mesmo que incipientes, de recuperação da atividade em abril vindos das sondagens de empresários e de consumidores, têm contribuído para elevar a mediana das projeções de mercado para o PIB de 2021. O Gráfico 1 apresenta dados obtidos no Sistema de Expectativas de Mercado (Boletim Focus do Banco Central) entre 3 de janeiro de 2020 e 14 de maio de 2021 para a expectativa de variação do PIB em 2021. Entre os agentes que cadastraram suas projeções no sistema de expectativas, a perspectiva de crescimento varia de 2,18% a 4,70%, com a mediana situada em 3,45%%.



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Cenário externo é um vetor positivo para a atividade doméstica. Em seu último relatório *World Economic Outlook* (edição de abril), o FMI ajustou para cima a expectativa para o crescimento do PIB mundial em 2021, de 5,5% (vigente desde outubro de 2020) para 6,0% - após contração de 3,3% em 2020. Para 2022, espera-se expansão adicional de 4,4%. Na avaliação do FMI, ainda há bastante incerteza quanto à perspectiva de crescimento global, determinada, sobretudo, pelo surgimento de cepas mais resistentes do vírus e o prolongamento da pandemia, mas é possível enxergar uma saída da atual crise sanitária e econômica em função da disponibilidade de vacinas que reduzem a severidade das infecções. Em paralelo, as adaptações à situação pandêmica a despeito das restrições de mobilidade, o suporte fiscal e a acomodação da política monetária contribuíram para reativar a economia na segunda metade do ano passado. A resiliência da economia mundial é um fator que atua para impulsionar a atividade econômica doméstica e o *quantum* de exportações. A Tabela 2 apresenta as previsões do FMI para a variação do PIB em volume para o grupo de economias avançadas e emergentes, além dos principais parceiros comerciais do país.

² O Nuci busca medir a relação entre o produto gerado em determinado setor e o produto potencial caso toda capacidade produtiva estivesse em uso.

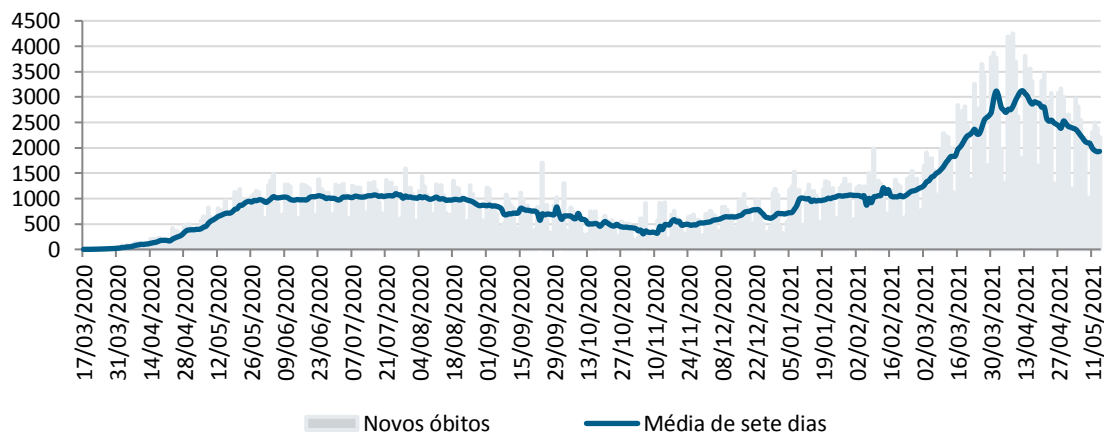
TABELA 2. PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO DO PIB EM VOLUME MUNDIAL E DOS PRINCIPAIS PARCEIROS COMERCIAIS BRASILEIROS

	2018	2019	2020	2021	2022	2026
Mundo	3.6%	2.8%	-3.3%	6.0%	4.4%	3.3%
Economias avançadas	2.3%	1.6%	-4.7%	5.1%	3.6%	1.5%
Mercados emergentes e economias em desenvolvimento	4.5%	3.6%	-2.2%	6.7%	5.0%	4.4%
Brasil	1.8%	1.4%	-4.1%	3,7%	2.6%	2.0%
China	6.7%	5.8%	2.3%	8.4%	5.6%	4.9%
Estados Unidos	3.0%	2.2%	-3.5%	6.4%	3.5%	1.6%
Área do Euro	1.9%	1.3%	-6.6%	4.4%	3.8%	1.3%
Argentina	-2.6%	-2.1%	-10.0%	5.8%	2.5%	1.5%

Fonte: FMI. Elaboração: IFI. No apêndice estatístico do WEO, as projeções são apresentadas para os anos de 2021, 2022 e 2026.

Incertezas ainda permanecem. As incertezas quanto à evolução da pandemia e ao avanço no ritmo de vacinação necessário para imunizar a população contra a Covid-19 e reabrir economia de maneira segura, de toda forma, adicionam ainda muitas dúvidas ao comportamento prospectivo da atividade econômica. A recente tendência de desaceleração da segunda onda de contágio (Gráfico 2) pode não se sustentar com o novo relaxamento das medidas de distanciamento e a lentidão no processo em curso de imunização.

GRÁFICO 2. NOVOS ÓBITOS

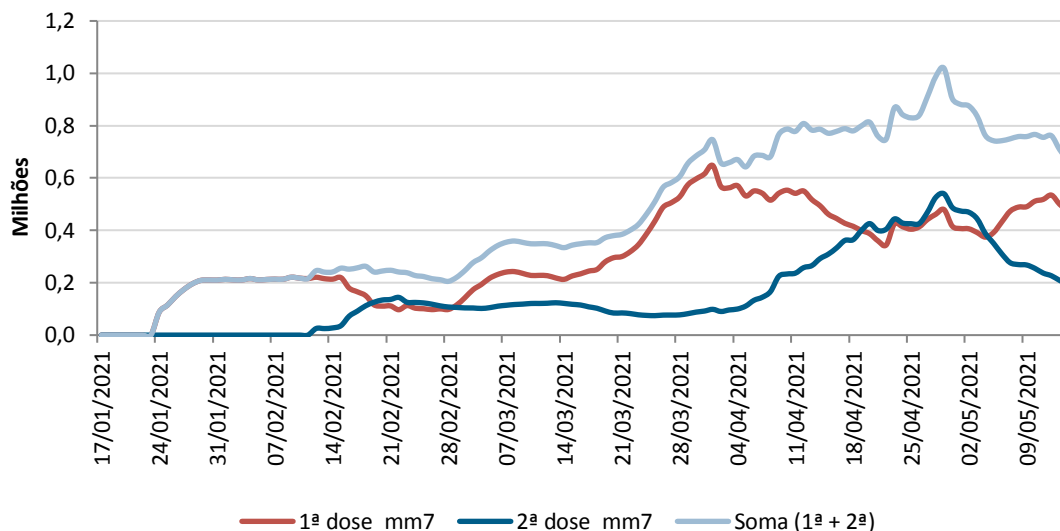


Fonte: Our World in Data. IFI.

Ritmo diário de vacinação está em torno de 665 mil doses. O Gráfico 3 exibe o número diário de aplicações, considerando-se um indicador de média móvel de 7 dias. O ritmo de aplicações ao dia (primeira e segunda doses) vem desacelerando desde o final de abril, quando atingiu o pico de 1 milhão, aproximadamente. Atualmente situa-se ao redor de 665 mil (dados do dia 14 de maio). Essas informações são coletadas pela IFI na plataforma covid19br³, que compila os números de vacinação divulgados pelas secretarias estaduais de Saúde.

³ Disponível em: <https://covid19br.wcota.me/>

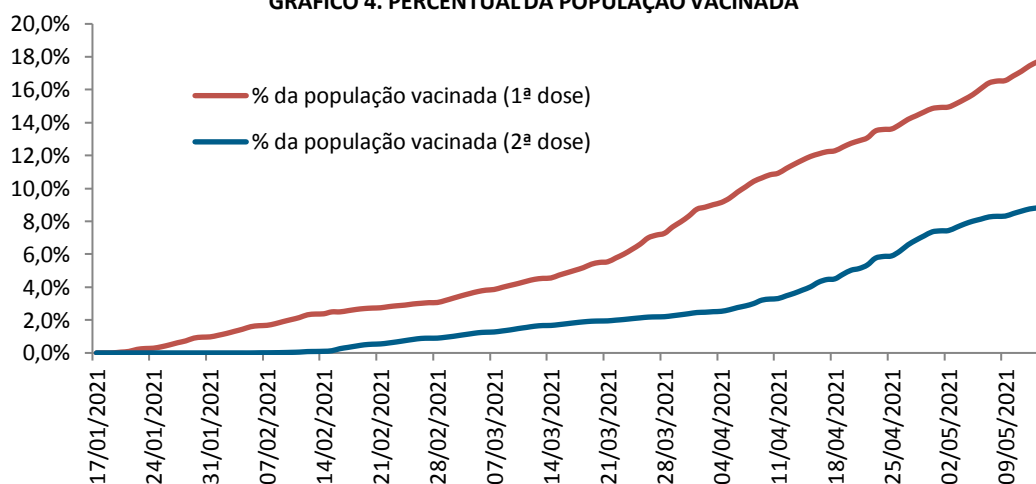
GRÁFICO 3. RITMO DE VACINAÇÃO (APLICAÇÕES DIÁRIAS)



Fonte: Plataforma covid19. Elaboração: IFI.

Percentual de pessoas completamente vacinadas corresponde a 8,9% da população. Até o momento, o número total estimado de pessoas que receberam a primeira dose de uma das vacinas que estão em uso (Coronavac, Oxford/AstraZeneca ou Pfizer/BioNTech) chegou a 38,3 milhões (o equivalente a 18% da população). Levando-se em conta as pessoas completamente vacinadas, que receberam a segunda dose de uma das vacinas disponíveis, o número é de 19 milhões (ou 8,9% da população – Gráfico 4).

GRÁFICO 4. PERCENTUAL DA POPULAÇÃO VACINADA

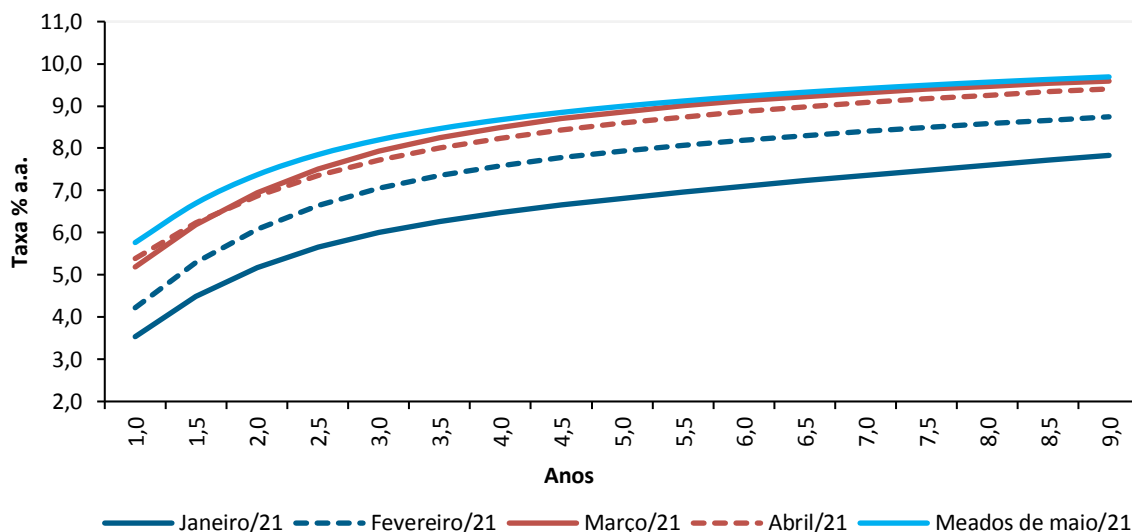


Fonte: Plataforma covid19. Elaboração: IFI.

Ambiente de incertezas mantém elevados os prêmios de risco na curva de juros. O Gráfico 5 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 de títulos públicos. A remuneração de um título com prazo de um ano no final de janeiro que estava em 3,5% subiu para 4,2% no final de fevereiro e para 5,4% no final de abril (dados do dia 14 de maio mostram uma taxa de 5,8%), em termos nominais. A presença de um quadro de incertezas no cenário doméstico, notadamente quanto à evolução da pandemia e à fragilidade das contas públicas, mantém elevado o prêmio de risco no horizonte mais longo da curva. Entre janeiro e meados de maio a curva de juros deslocou-se para cima em cerca de 2,0

p.p. Em termos práticos, esse movimento indica o encarecimento de empréstimos, com prováveis efeitos negativos sobre os investimentos, nível de emprego e rendimentos.

GRÁFICO 5. ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS NOMINAL

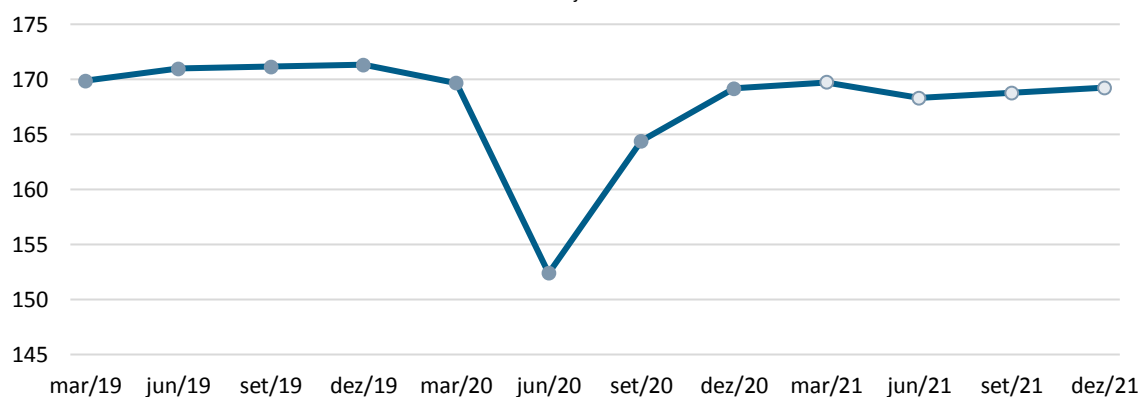


Fonte: Anbima. Elaboração: IFI.

Diante desse quadro de muitas incertezas a projeção da IFI para o PIB de 2021 foi mantida em 3,0%. A dinâmica trimestral - vista no Gráfico 6 - contempla variações (trimestre ante trimestre anterior, considerando a série com ajuste sazonal) de 0,3%, -0,8%, 0,3% e 0,3% em março, junho, setembro e dezembro. Uma eventual surpresa positiva no resultado do PIB do primeiro trimestre (que será divulgado pelo IBGE no dia 1 de junho) e um melhor desempenho dos indicadores de atividade ao longo do segundo trimestre, em um contexto de recuperação da economia mundial e de elevação dos preços de *commodities*, são fatores que poderiam promover um ajuste para cima na projeção do PIB de 2021. Por ora, esse quadro está contemplado no cenário otimista (alta de 4,0%).

GRÁFICO 6. PIB - ÍNDICE DE VOLUME TRIMESTRAL (MÉDIA DE 2005 = 100)

Dados com ajuste sazonal



Fonte: IBGE. Elaboração e projeções: IFI.

Em abril, o IPCA acumulou alta de 6,76 % em doze meses. A inflação ao consumidor, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), desacelerou de 0,93% em março para 0,31% em abril, acumulando alta de 6,76% em 12 meses, acima dos 6,1% observados nos doze meses imediatamente anteriores, superando também o limite máximo da meta para a inflação (5,25%: 3,75% com intervalo de tolerância de mais ou menos 1,5 ponto percentual) definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Expectativa para a variação do IPCA no cenário base foi revisada de 3,6% para 5,1% em 2021. A alteração da projeção para a taxa de inflação medida pelo IPCA em 2021 se deve à persistência de um quadro inflacionário mais pressionado no curto prazo, que tem sido ocasionado, entre outros fatores, pelo repasse da depreciação do real para os preços de bens comercializáveis e pela elevação dos preços de *commodities* internacionais.

A perspectiva para o deflator é a taxa de variação do IPCA acrescida de 0,57 ponto percentual (p.p.) no horizonte de projeções. No horizonte de projeções do cenário macrofiscal, são feitas as hipóteses de que (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). Assim, a previsão para o deflator implícito do PIB é a taxa de variação do IPCA acrescida de 0,57 p.p.

Expectativa para a variação do PIB nominal no cenário base foi revisada de 7,3% para 8,1% em 2021. A conjugação dos efeitos de volume e preço no PIB deverá resultar em uma variação do PIB nominal de 8,8% entre 2020 e 2021 (passando de R\$ 7,448 em 2020 para R\$ 8,106 trilhões).

Taxa básica de juros deve atingir 5,50% ao ano no final de 2021. Apesar do quadro corrente marcado pela elevação da taxa de desemprego no mercado de trabalho e pela abertura do hiato do produto que, nos cálculos da IFI, chegou a -3,8% no quarto trimestre de 2020, a deterioração do quadro de inflação faz com que o Copom reduza parte dos estímulos providos em 2020. Em sua última reunião, o comitê sinalizou uma nova alta de 0,75 ponto percentual na taxa básica de juros (que deve subir de 3,50% a.a. para 4,25% a.a. na reunião de junho), de modo a assegurar o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.

A Tabela 3 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base e os alternativos. O objetivo de manter atualizados 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 (RAF MAI/21 X RAF FEV/21)

a. Versão Atual	Cenário Base			Cenário Otimista			Cenário Pessimista		
	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	8106	8657	11456	8161	8748	12122	8080	8619	11488
PIB – Taxa de variação nominal (%)	8.8	6.8	6.2	9.6	7.2	7.2	8.5	6.7	6.4
PIB – Taxa de variação real (%)	3.0	2.6	2.3	4.0	3.2	3.5	2.1	1.6	1.3
IPCA (%)	5.1	3.5	3.3	4.8	3.3	3.0	5.7	4.4	4.4
Taxa de desemprego (%)	14.5	13.8	12.7	13.5	12.4	11.2	14.9	14.8	14.6
Ocupação - Crescimento real	1.8	1.8	1.2	3.0	2.2	1.6	1.3	1.1	0.7
Prêmio de risco – Embi (final de período)	300	300	300	225	225	225	350	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5.33	5.32	5.33	4.96	4.94	4.94	5.57	5.78	6.46
Juros reais (%)	0.4	1.9	3.3	0.2	1.7	2.7	0.3	2.5	5.0
Selic (%)	5.50	5.50	6.7	5.00	5.00	5.8	6.00	7.00	9.6
b. Versão passada	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030	2021	2022	2023-2030
PIB nominal (R\$ bilhões)	7926	8458	11166	7972	8535	11789	7904	8366	11042
PIB – Taxa de variação nominal (%)	7.3	6.7	6.2	7.9	7.1	7.2	7.0	5.8	6.2
PIB – Taxa de variação real (%)	3.0	2.6	2.3	4.0	3.2	3.5	2.4	1.3	1.3
IPCA (%)	3.6	3.4	3.2	3.2	3.2	3.0	3.9	4.0	4.3
Taxa de desemprego (%)	14.5	13.8	12.1	14.3	13.5	11.9	14.7	14.4	13.1
Ocupação - Crescimento real	2.0	1.7	0.9	2.3	1.9	1.2	1.8	1.4	0.8
Prêmio de risco – Embi (final de período)	300	300	300	225	225	225	350	350	350
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	5.27	5.21	5.13	4.80	4.79	4.80	5.47	5.62	6.27
Juros reais (%)	-0.1	1.1	3.4	-0.4	1.0	2.8	-0.2	1.2	5.0
Selic (%)	3.50	4.50	6.7	2.75	4.25	5.9	3.75	5.25	9.4

Fonte: IFI.

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)⁴ e pelo *Congressional Budget Office* (CBO) em suas publicações mais recentes⁵.

No médio prazo, o crescimento médio do produto é de 2,3% e a taxa de juros real é de 3,4% ao ano. A partir do momento em que a ociosidade da economia (medida pelo hiato do produto) é eliminada (o que deve ocorrer no final de 2024), o crescimento do PIB acompanha o crescimento potencial (2,3%) e a inflação é projetada para ficar na meta definida pelo Conselho Monetário Nacional (3,25%). Estimamos que a taxa de juros em termos reais se estabilize ao redor de 3,3% ao ano (média de 2023 a 2030), com a taxa Selic nominal caminhando para 7,0%.

Cenário otimista. No cenário otimista, a mitigação de incertezas decorrentes da crise pandêmica abriria espaço para maior crescimento econômico 2021. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 3,5% e a taxa real de juros converge para um patamar de 2,8% ao ano.

Cenário pessimista. A intensificação do quadro de incertezas gerado pela pandemia e a consequente piora da situação fiscal poderiam 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 reação muito mais lenta da atividade. Entre 2023 e 2030, a taxa média de crescimento do PIB é de 1,3% e a taxa real de juros converge para um patamar mais elevado, ao redor de 5,0% ao ano.

⁴ *World Economic Outlook*, disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WE0/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>

⁵ *10-Year Economic Projections*, disponível em: <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4>