

1. CONTEXTO MACROECONÔMICO¹

1.1 Introdução

O Relatório de Acompanhamento Fiscal (RAF) de junho atualiza as projeções de curto (2024–2025) e médio prazo (2026–2034) para as variáveis macrofiscais, incorporando novos dados realizados e reavaliando premissas para garantir a consistência com o estado atual da economia. O relatório apresenta três cenários (base, otimista e pessimista) para destacar a incerteza das projeções e sua dependência de diferentes configurações da conjuntura. A metodologia detalhada para a elaboração das projeções está descrita no Estudo Especial nº 13².

A Tabela 1 sintetiza as projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base e os alternativos.

TABELA 1. PROJEÇÕES NOS CENÁRIOS BASE, OTIMISTA E PESSIMISTA

Versão: Junho de 2024	Base			Otimista			Pessimista		
	Variável	2024	2025	2026-2034	2024	2025	2026-2034	2024	2025
PIB nominal (R\$ bilhões)	11.552	12.266	16.727	10.856	11.567	17.590	10.856	11.533	16.691
PIB – Taxa de variação real (%)	2,0	1,9	2,2	2,6	2,7	3,3	1,5	1,0	1,1
Deflator implícito do PIB (%)	4,3	4,2	3,8	3,9	3,7	3,7	4,7	5,1	4,9
IPCA (% variação ano contra ano em dezembro)	4,0	3,5	3,1	3,6	3,0	3,0	4,4	4,4	4,3
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	7,8	7,8	7,8	7,3	7,3	7,3	8,2	8,5	9,2
Selic (% a.a.)	10,50	9,50	7,36	9,00	7,50	6,50	11,00	11,00	11,00
Juro real (% a.a.)	5,3	4,8	4,0	3,9	3,3	3,4	6,9	6,4	6,3

Fonte: IFI.

1.2 Projeções de curto prazo

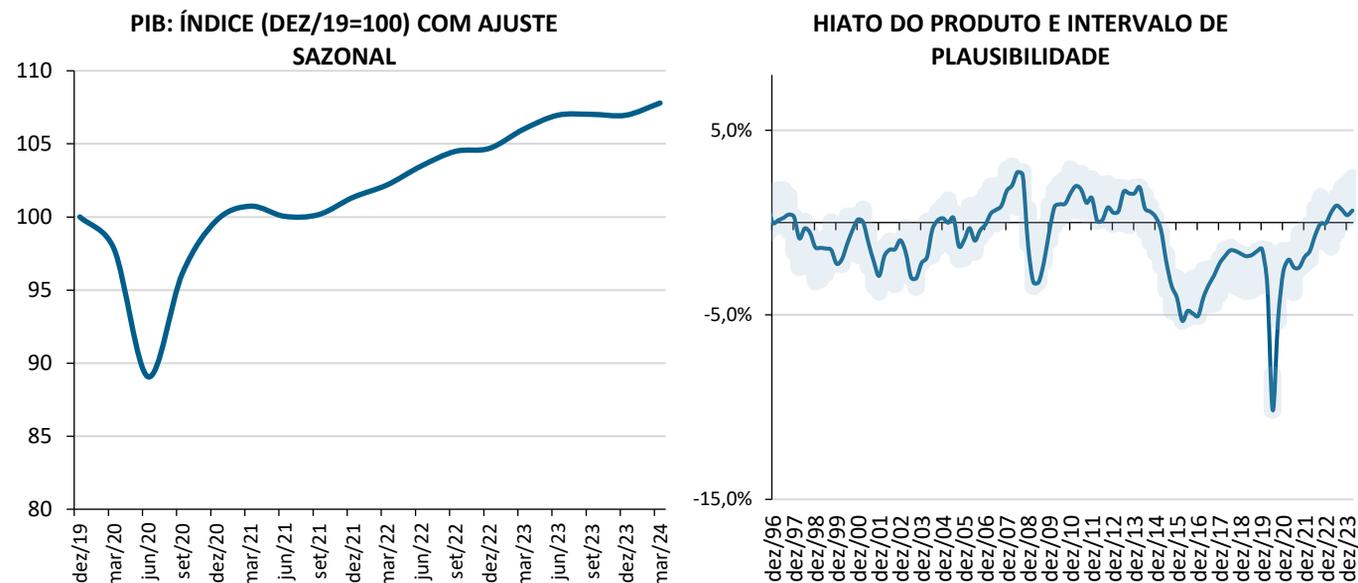
Comparado ao cenário de curto prazo apresentado em maio³, mantivemos as projeções para o crescimento do PIB em volume de 2,0% para 2024 e 1,9% para 2025. O PIB do primeiro trimestre superou ligeiramente as expectativas, acelerando após dois períodos de estabilidade. Esse desempenho foi impulsionado, principalmente, pelo avanço do consumo das famílias, devido à robustez do mercado de trabalho (com contratações e aumento salarial), à ampliação de benefícios sociais e ao significativo volume de precatórios pagos entre o final do ano passado e o início deste ano. A resiliência da atividade econômica também é evidenciada pela evolução do hiato do produto, estimado em 0,7% no primeiro trimestre, com uma variação implícita do produto potencial de 1,7%.

¹ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2024/junho/raf-relatorio-de-acompanhamento-fiscal-jun-2024>.

² Disponível em: <https://tinyurl.com/2saxcrkw>

³ Disponível em: <https://tinyurl.com/y2vd96mx>

GRÁFICO 1. PIB E HIATO DO PRODUTO



Fonte: IBGE e IFI.

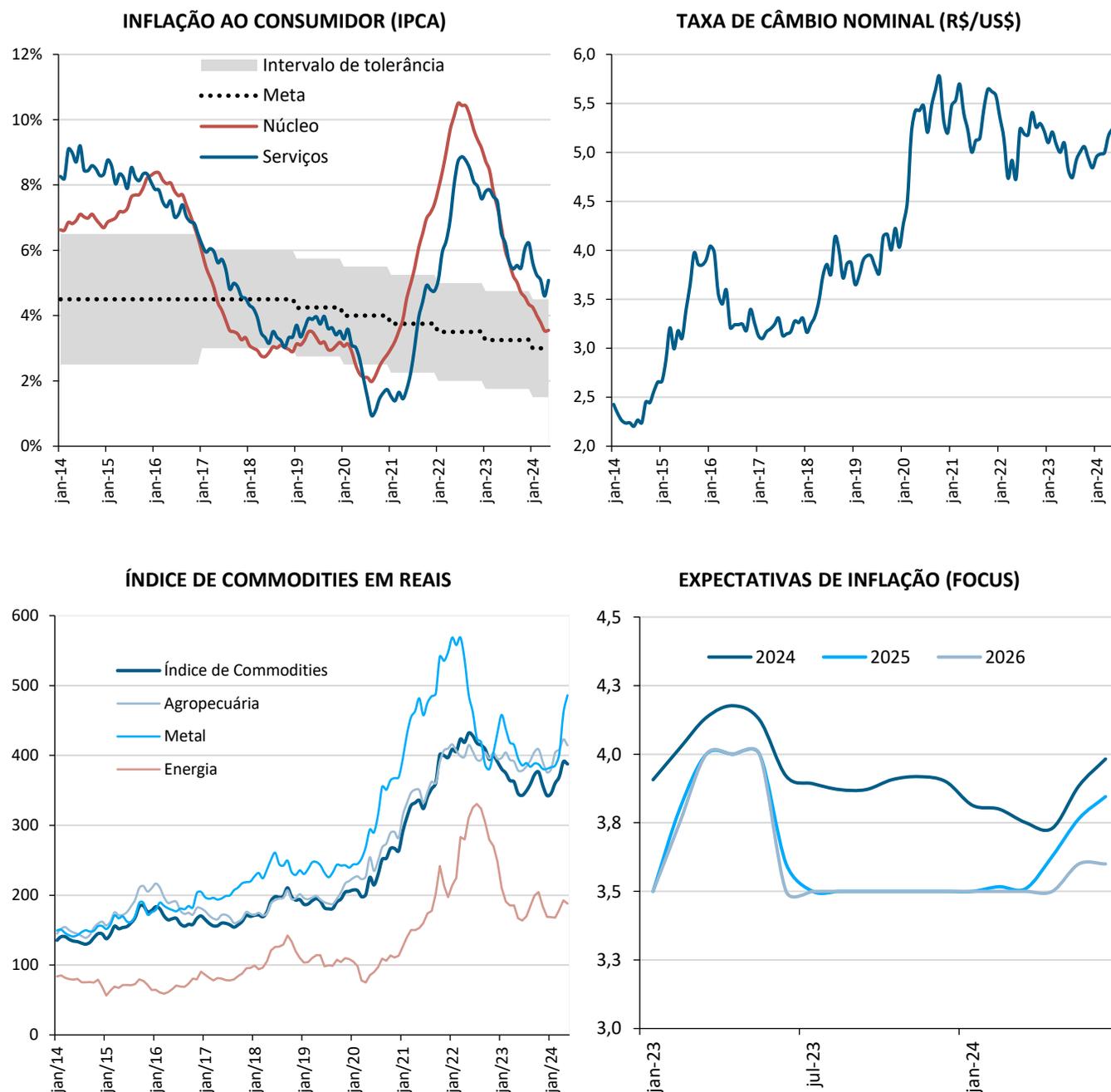
Os indicadores agregados de abril apontam uma desaceleração na atividade econômica no segundo trimestre. Segundo o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), a economia ficou estável em abril, em relação a março, resultando em um carregamento estatístico de -0,1% para o segundo trimestre. O Monitor do PIB da FGV também registrou um recuo de 0,1% na mesma comparação, o que implica um carregamento estatístico negativo de -0,5%.

Os impactos econômicos das enchentes em diversos municípios do Rio Grande do Sul começaram a se refletir nos dados econômicos. O tráfego de caminhões em rodovias pedagiadas, segundo o Índice ABCR, e a produção de veículos automotores, divulgada pela Anfavea, apresentaram quedas significativas entre abril e maio, com variações de -5,0% e -32,4%, respectivamente, considerando a série com ajuste sazonal. Há ainda considerável incerteza no cenário de curto prazo quanto à intensidade da queda da atividade no segundo trimestre e ao ritmo de recuperação subsequente. Estimamos, por enquanto, que o PIB fique praticamente estável no segundo trimestre com uma perspectiva de crescimento médio de 0,6% no segundo semestre.

As projeções para o IPCA em 2024 e 2025 foram revisadas para cima, atingindo 4,0% e 3,5%, respectivamente. Essa revisão reflete o contexto de depreciação da taxa de câmbio, manutenção de preços de *commodities* em patamar elevado e aumento das expectativas de inflação dos agentes econômicos no Boletim Focus (Gráfico 2). Paralelamente, elevamos também a perspectiva para a taxa Selic, que deve ficar em 10,50% a.a. e 9,50% a.a., em 2024 e 2025, após a interrupção do ciclo de redução pelo Banco Central.

A mudança de rota do Comitê de Política Monetária - Copom, após uma sequência de seis reduções nos juros básicos, ocorre em um ambiente mais desafiador para a inflação retornar à meta. Isso se deve à resiliência da atividade econômica e do mercado de trabalho, aos desafios na condução da política fiscal e às condições financeiras globais mais restritivas, influenciadas pela contínua força da economia americana e a revisão, para cima, nas expectativas quanto ao caminho das taxas de juros dos *Fed Funds*. Prospectivamente, à medida que o IPCA desacelera, novos cortes na taxa Selic são esperados.

GRÁFICO 2. TAXA DE CÂMBIO, EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO, COMMODITIES E INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR



Fonte: Banco Central, IBGE e IFI.

1.3 Projeções de médio prazo

Comparado ao cenário apresentado em novembro do ano passado⁴, elevamos as projeções para o crescimento do PIB no médio prazo de 2,0% para 2,2%, considerando algum impacto da reforma tributária na produtividade. Em novembro, esse efeito havia sido considerado apenas no cenário otimista.

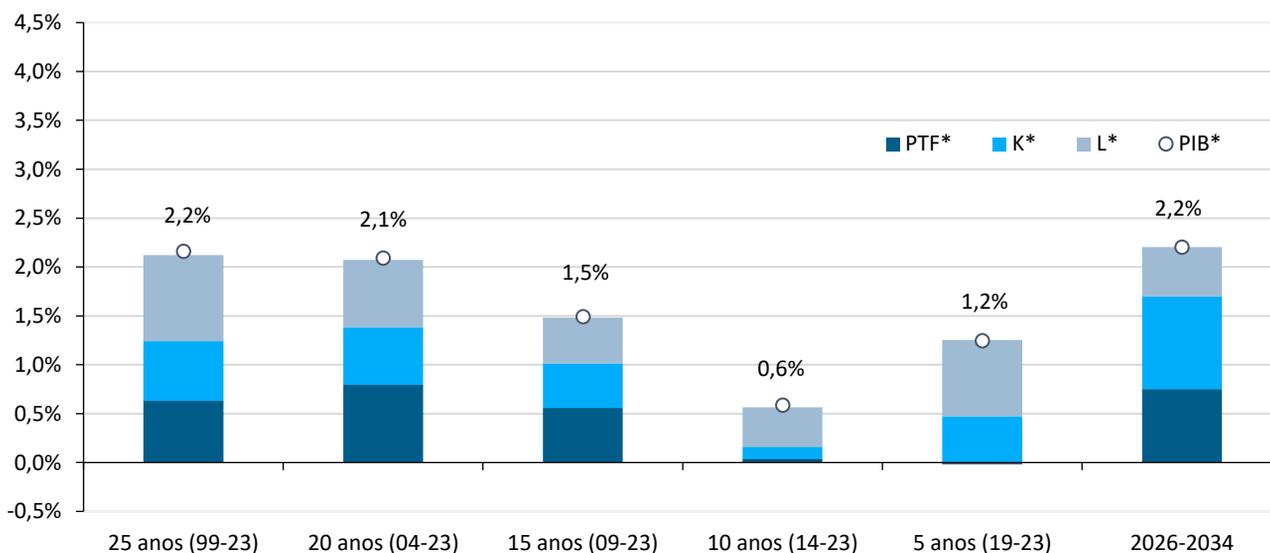
⁴ Disponível em: <https://tinyurl.com/bddzhy98>

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)⁵ destaca que a reforma tributária aproximaria o Brasil das melhores práticas internacionais, reduzindo as distorções associadas à complexidade do atual sistema. 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. Alguns estudos⁶ 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 de 0,2 p.p. a 1,2 p.p.

Recentemente, tanto a OCDE⁷ quanto o Fundo Monetário Internacional (FMI)⁸ passaram a considerar o efeito da reforma em seus cenários. A OCDE ajustou a projeção do PIB potencial brasileiro de 1,5% para 2,0% (+0,5 p.p. advindo da adoção do novo arcabouço fiscal e da reforma tributária) enquanto o FMI elevou de 2,0% para 2,5% (+0,5 p.p. justificado pela implementação da reforma e pelo aumento da produção de hidrocarbonetos).

No cenário base da IFI, o crescimento médio do produto passa a evoluir em linha com a média histórica dos últimos 25 anos (Gráfico 3). A estimativa do PIB potencial, realizada a partir de uma função de produção, é formada pelas seguintes contribuições: (i) +0,8 ponto percentual (p.p.) da produtividade total dos fatores (PTF), um pouco acima da média histórica de 0,6 p.p.; (ii) +0,9 p.p. do estoque de capital (K), acima da média histórica de 0,6 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 3. DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB POTENCIAL (P.P.)



Fonte: IFI.

A taxa de desemprego média, no período de 2026 a 2034, é estimada em 7,8% 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 novembro, a taxa de desemprego estava convergindo para um patamar mais elevado (8,5%). Essa mudança decorre, principalmente, da revisão para baixo das projeções para os anos de 2024 e 2025, devido às condições relativamente apertadas no mercado de trabalho.

⁵ "Redesigning Brazil's consumption taxes to strengthen growth and equity", disponível em: <https://tinyurl.com/2i9e5v9w>

⁶ 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://tinyurl.com/jercevbs>

⁷ Para mais informações, acesse: <https://tinyurl.com/yybuhr82>

⁸ Para mais informações, acesse: <https://tinyurl.com/839ju9ft>

No médio prazo, assume-se que a inflação se estabilize próxima da meta de 3,0%⁹, enquanto a taxa Selic (7,0%) reflete o valor da taxa de juros nominal natural, composta pela taxa de juros real mais a meta de inflação. Ao longo do horizonte de projeções, a taxa de juros real (4,0%) é derivada por meio da suposição de que 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-país¹⁰ 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 2026 e 2034 é de R\$/US\$ 5,39, 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 pela inflação americana, conforme o cenário mais recente apresentado pelo *Congressional Budget Office* (CBO)¹¹. No cenário base, presume-se que a inflação americana oscile em torno da meta de 2,0% e a taxa de juros nominal nos EUA se aproxime do patamar de 3,0%.

1.4 Cenários alternativos

Os desvios em relação à projeção central resultam de mudanças baseadas em suposições e julgamentos na trajetória das variáveis exógenas, como taxas de crescimento e juros globais, preço de commodities, risco-país e produtividade. Essas mudanças, exibidas na Tabela 2, podem resultar em cenários mais ou menos favoráveis em comparação com o cenário base.

TABELA 2. PREMISSAS: VARIÁVEIS EXÓGENAS

Cenários	Base	Otimista	Pessimista
Cenário doméstico			
Produtividade total dos fatores (PTF)	0,8%	1,5%	0,0%
Risco-país (Embi-Br)	250 pontos	200 pontos	330 pontos
Cenário internacional			
Crescimento mundial	Cenário base FMI/WEO (3,2%)	Convergência à média histórica (3,9%)	2,5%
Preço de commodities	Retorno gradual à média histórica	Retorno gradual à média histórica	Manutenção do atual patamar
Taxa de juros Fed Funds (médio prazo)	3,0%	3,0%	4,0%

Fonte: IFI, CBO, FMI.

No cenário pessimista, condições mais desfavoráveis no ambiente internacional e no cenário fiscal doméstico poderiam deteriorar a confiança, os preços de ativos financeiros e as expectativas de inflação. Com projeções de inflação persistentemente elevadas, espera-se aumentos da taxa de juros nominal. Esse cenário considera desafios internos na implementação de reformas estruturais, o que acaba por refletir no baixo desempenho da produtividade. Entre 2026 e 2034, a taxa média de crescimento do PIB seria de 1,1%, enquanto a taxa real de juros convergiria para um patamar mais elevado, em torno de 6,3%. No contexto internacional, consideramos que a taxa *Fed Funds* poderia alcançar 4,0%, alinhada com a perspectiva atual de algumas autoridades do Banco Central americano¹².

No cenário otimista, antevê-se um ambiente mais propício ao crescimento econômico. A diferença de 1,0 p.p. na média de crescimento do PIB entre 2026 e 2034, comparando com o cenário base, é atribuída ao crescimento mais expressivo da produtividade e do estoque de capital. A projeção de crescimento médio do PIB para esse período é de 3,3%, e a taxa real de juros convergiria para cerca de 3,5%, em um cenário de inflação controlada.

⁹ Assumindo a continuidade das metas de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

¹⁰ Representado pela variável Embi-Br.

¹¹ Disponíveis em: <https://tinyurl.com/3t6nxtvc>

¹² Ver, por exemplo, <https://tinyurl.com/yvvk92zx>