

## 1. CONTEXTO MACROECONÔMICO<sup>1</sup>

### 1.1 Introdução

O RAF de dezembro atualiza as projeções de curto (2024–2025) e médio prazo (2026–2034) para as variáveis macrofiscais, incorporando novos dados realizados e ajustando premissas para manter a consistência com o atual estado da economia. A metodologia empregada para a elaboração das projeções está detalhada no Estudo Especial (EE) da IFI nº 13<sup>2</sup>, de setembro de 2020.

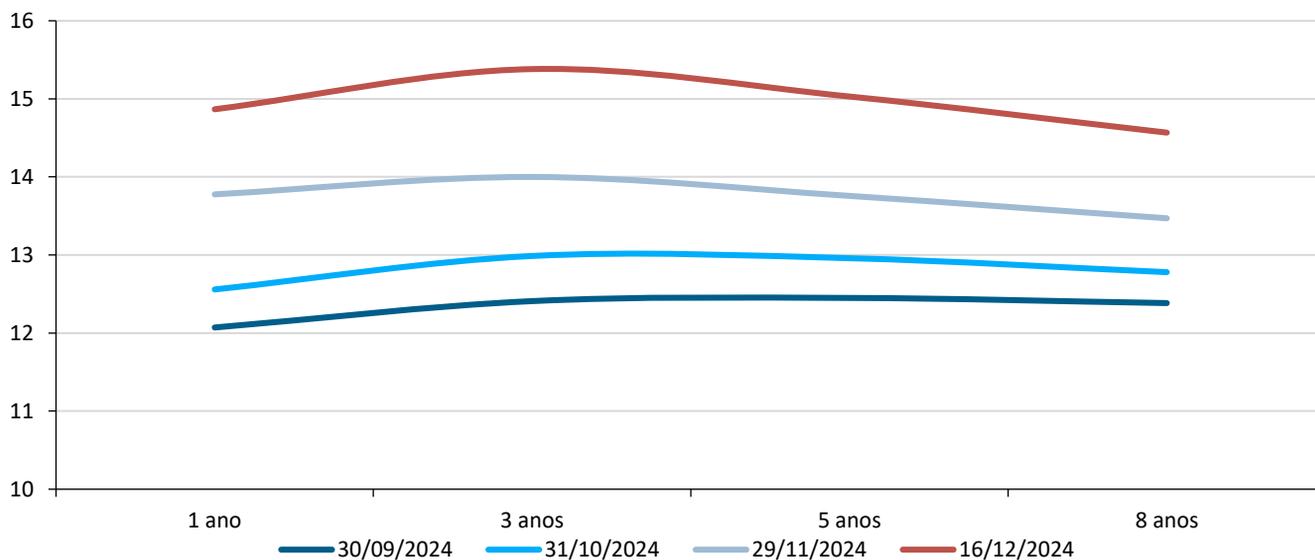
Em 2023, o crescimento do PIB, em volume, foi revisado pelo IBGE, de 2,9% para 3,2%, com base na divulgação das Contas Nacionais Trimestrais. Já em 2024, a economia brasileira deve crescer 3,5%. Embora os dados agregados de outubro indiquem alguma desaceleração da atividade no início do quarto trimestre, a IFI estima que o PIB deve crescer 0,6% em comparação com o trimestre anterior, na série ajustada sazonalmente. Mesmo com essa moderação, após uma expansão de 0,9% no terceiro trimestre, a atividade econômica se encontra acima de seu nível potencial.

O cenário inflacionário continua a se deteriorar, com o IPCA projetado para 2024 em 4,9%, ultrapassando o teto do intervalo de tolerância da meta. A desvalorização do real frente ao dólar, influenciada pela percepção de deterioração fiscal e pela resiliência da economia norte-americana, tem intensificado as pressões inflacionárias, em um contexto de forte atividade econômica e mercado de trabalho aquecido.

Internamente, essa desvalorização reflete a percepção dos agentes de que a trajetória da dívida pública brasileira é insustentável. A curva de juros futura também evidencia essa piora de percepção em relação ao quadro fiscal. Nota-se, no Gráfico 1, que as taxas de juros esperadas pelos investidores para títulos prefixados, em diferentes prazos de vencimento, têm apresentado elevação nos últimos meses, com aceleração após o anúncio do pacote fiscal.

No cenário externo, a taxa de câmbio é igualmente afetada pela resiliência da economia norte-americana, que levou o Federal Reserve a reduzir as taxas de juros de forma mais gradual do que o esperado. Além disso, o resultado das eleições nos Estados Unidos trouxe incertezas quanto à condução da política econômica, incluindo a possibilidade de expansão fiscal, restrições à oferta de trabalho e a imposição de tarifas sobre importações. Esse novo ambiente político pode intensificar as pressões inflacionárias na economia americana no médio prazo, exercendo pressão adicional sobre a taxa de câmbio.

GRÁFICO 1. ESTRUTURA A TERMA DA TAXA DE JUROS NOMINAL



Fonte: Valor PRO.

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

<sup>2</sup> Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/577405/EE13.pdf>.

Diante desse quadro, em que as expectativas inflacionárias permanecem acima da meta para os próximos anos, o Banco Central intensificou o ciclo de aperto monetário. O aumento da taxa Selic busca moderar a atividade econômica ao longo de 2025 e reduzir a abertura do hiato do produto.

A Tabela 1 apresenta um resumo das projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base, comparando-as com a versão divulgada em junho de 2024. Destacam-se as elevações nas estimativas para o PIB e a inflação, em 2024, além da inflação e da taxa Selic, em 2025. Essas revisões refletem a resiliência da atividade econômica e do mercado de trabalho, ao mesmo tempo que evidenciam os desafios impostos por condições financeiras mais restritivas e pela depreciação da taxa de câmbio. No médio prazo, a projeção para a taxa de juros real foi elevada, enquanto a estimativa para o crescimento do PIB foi mantida em 2,2%, na média de 2026 a 2034.

Além dessas alterações, observa-se que a revisão promovida pelo IBGE no resultado definitivo do PIB de 2023, abrangendo tanto o volume quanto o deflator implícito do PIB, resultou na elevação do PIB nominal.

**TABELA 1. PROJEÇÕES DO CENÁRIO MACROECONÔMICO (CENÁRIO BASE): VERSÃO ATUAL E ANTERIOR**

Cenário Base: dezembro de 2024	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2026-2034
<b>PIB nominal (R\$ bilhões)</b>	<b>10.943</b>	<b>11.809</b>	<b>12.600</b>	<b>13.408</b>	<b>14.224</b>	<b>15.048</b>	<b>15.936</b>	<b>16.884</b>	<b>17.889</b>	<b>18.958</b>	<b>20.100</b>	<b>21.305</b>	<b>17.084</b>
PIB - Crescimento nominal	8,6%	7,9%	6,7%	6,4%	6,1%	5,8%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
PIB - Crescimento real	3,2%	3,5%	1,9%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,2%
Deflator implícito do PIB	5,2%	4,2%	4,8%	4,2%	3,8%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%
IPCA	4,6%	4,9%	4,4%	3,6%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	8,0%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	4,84	5,95	5,95	6,05	6,12	6,18	6,24	6,30	6,37	6,43	6,49	6,56	6,30
Juro real ex ante (a.a.)	5,9%	7,5%	7,2%	6,4%	5,8%	5,2%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	5,1%
Selic - final de período (a.a.)	11,75%	12,25%	14,25%	11,75%	10,5%	9,5%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,9%

Cenário Base: junho de 2024	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2026-2034
<b>PIB nominal (R\$ bilhões)</b>	<b>10.856</b>	<b>11.552</b>	<b>12.266</b>	<b>13.046</b>	<b>13.860</b>	<b>14.715</b>	<b>15.621</b>	<b>16.569</b>	<b>17.555</b>	<b>18.601</b>	<b>19.706</b>	<b>20.871</b>	<b>16.727</b>
PIB - Crescimento nominal	7,7%	6,4%	6,2%	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	6,1%
PIB - Crescimento real	2,9%	2,0%	1,9%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Deflator implícito do PIB	4,7%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,8%
IPCA	4,6%	4,0%	3,5%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,1%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	8,0%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	4,84	5,10	5,15	5,20	5,26	5,31	5,36	5,40	5,44	5,48	5,52	5,56	5,39
Juro real ex ante (a.a.)	5,9%	5,3%	4,8%	4,4%	3,9%	4,1%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,0%
Selic - final de período (a.a.)	11,75%	10,50%	9,50%	8,5%	8,0%	7,5%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,4%

Fonte: IFI.

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

## 1.2 Projeções de curto prazo

O PIB do terceiro trimestre desacelerou em relação ao trimestre anterior, mas ainda superou as expectativas do mercado. Após crescer 1,1% no primeiro trimestre e 1,4% no segundo, o PIB registrou alta de 0,9% no terceiro trimestre, considerando a série ajustada sazonalmente. Esse desempenho positivo foi impulsionado, em grande parte, pelo fortalecimento do consumo das famílias.

No acumulado de quatro trimestres, o PIB avançou 3,1% no terceiro trimestre, acima dos 2,7% registrados no período anterior. Por essa métrica, observa-se que a absorção doméstica contribuiu com 3,8 p.p. para o crescimento total, enquanto as exportações líquidas subtraíram 0,7 p.p., refletindo uma expansão mais acelerada das importações em comparação com as exportações.

TABELA 2. CONTRIBUIÇÕES (EM P.P.) PARA A TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB ACUMULADA EM QUATRO TRIMESTRES

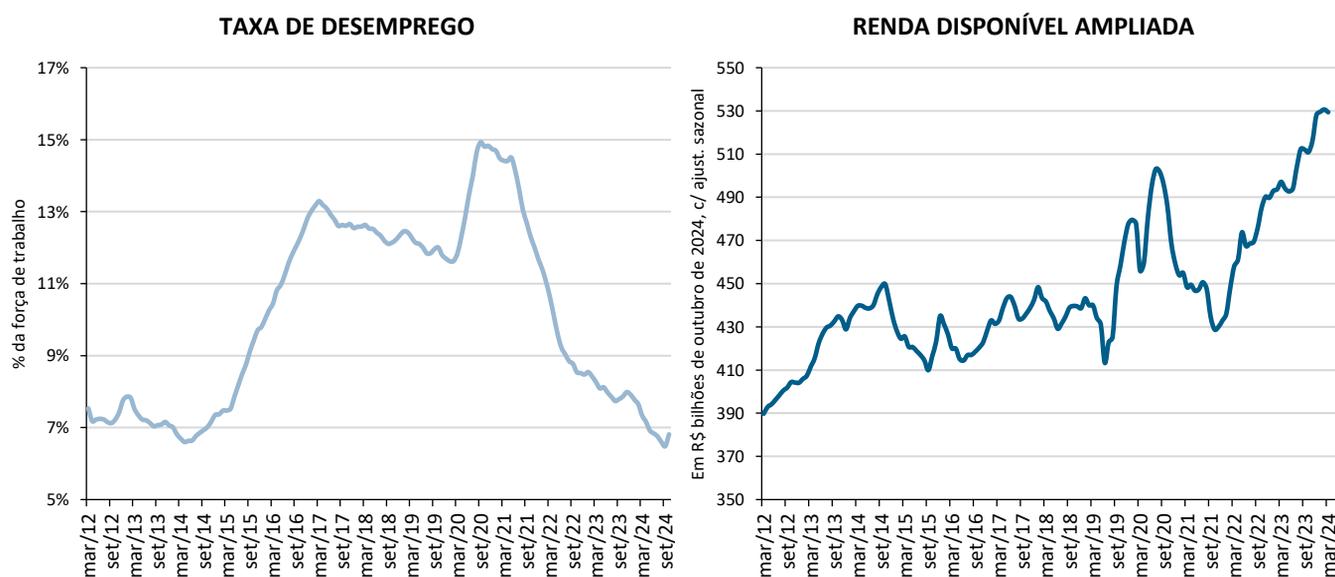
	Dez/22	Mar/23	Jun/23	Set/23	Dez/23	Mar/24	Jun/24	Set/24
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>
Absorção interna	2,1	3,4	2,8	1,4	1,3	1,2	2,0	3,8
Consumo das famílias	2,5	2,9	2,6	2,4	2,1	2,2	2,5	2,8
Consumo do governo	0,4	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,7	0,6
Formação bruta de capital fixo	0,2	0,5	0,4	-0,2	-0,5	-0,4	-0,1	0,6
Variação de estoques	-1,0	-0,3	-0,6	-1,3	-1,0	-1,3	-1,0	-0,2
Exportações líquidas	0,9	0,3	1,1	2,0	2,0	1,6	0,7	-0,7

Fonte: IFI.

Os indicadores agregados de outubro sugerem um início de desaceleração na atividade econômica durante o quarto trimestre. Segundo o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), a economia permaneceu praticamente estável em outubro frente a setembro. Já o Monitor do PIB da FGV apontou um recuo de 0,5% na mesma base de comparação. Apesar desses sinais de arrefecimento, os indicadores setoriais, como vendas no varejo e receita de serviços, ainda mostram resiliência, evidenciando uma economia robusta no curto prazo.

O mercado de trabalho continua aquecido, com a taxa de desemprego alcançando o menor nível da série histórica, de 6,2% no trimestre encerrado em outubro. As contratações permanecem em alta, com destaque para os empregos formais, enquanto os salários seguem apresentando ganhos reais, sustentando o consumo das famílias. A resiliência da atividade econômica também se reflete na evolução do hiato do produto, estimado pela IFI em 1,8% no terceiro trimestre, acelerando em relação ao trimestre anterior (1,3%).

GRÁFICO 2. TAXA DE DESEMPREGO E RENDA DISPONÍVEL AMPLIADA

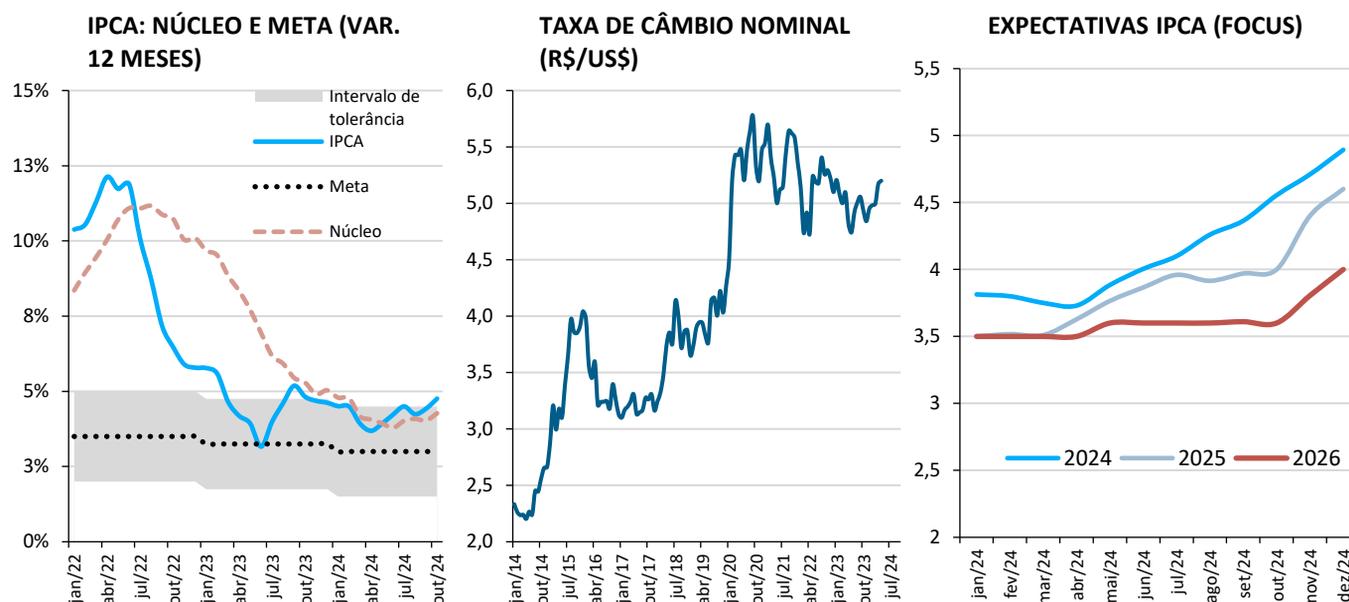


Fonte: IBGE e Banco Central.

A projeção da IFI para o PIB do quarto trimestre indica uma variação de 0,6%, em relação ao trimestre anterior. Com isso, espera-se que a economia encerre o ano com crescimento de 3,5%, acima das projeções anteriores de 2,0%, em junho, e 2,8%, em setembro. Para 2025, entretanto, projeta-se uma desaceleração no ritmo de crescimento econômico, com o PIB avançando 1,9%. Esse cenário reflete uma menor expansão da renda disponível — resultado da soma da massa de rendimentos do trabalho e dos benefícios previdenciários e sociais transferidos às famílias — e os impactos do aperto adicional da política monetária sobre a demanda interna.

O IPCA para 2024 e 2025 foi revisado para cima, alcançando 4,9% e 4,4%, respectivamente. Essa revisão reflete a mudança de patamar da taxa de câmbio, o forte dinamismo da atividade econômica e do mercado de trabalho, além da deterioração das expectativas de inflação captadas pelo Boletim Focus (Gráfico 3). Para conter a inflação e alinhar os preços à meta, o Banco Central intensificou o ciclo de alta da taxa Selic. A expectativa é que a taxa básica de juros aumente de 12,25% a.a. em 2024, para 14,25% a.a. no primeiro semestre de 2025.

**GRÁFICO 3. INFLAÇÃO CORRENTE, TAXA DE CÂMBIO E EXPECTATIVAS PARA A INFLAÇÃO**

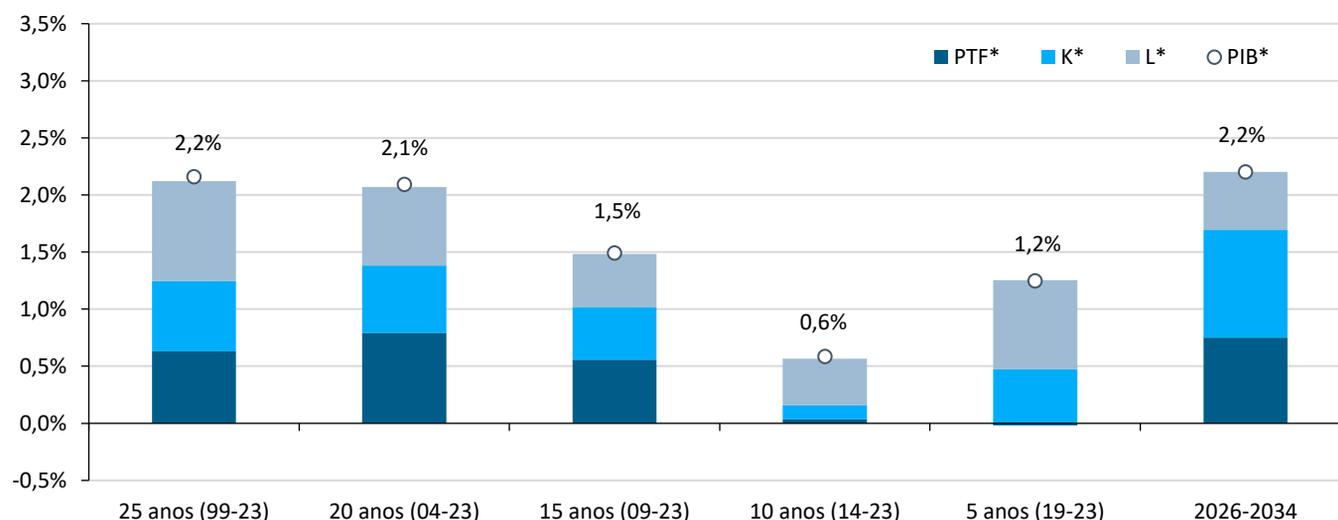


Fonte: Banco Central.

### 1.3 Projeções de médio prazo

No cenário base da IFI, o crescimento do PIB no médio prazo é estimado em 2,2%, conforme uma abordagem baseada em função de produção. Essa projeção considera uma evolução da Produtividade Total dos Fatores (PTF) acima da média histórica, um aumento gradual da taxa de investimento, que favorece a acumulação de capital produtivo, e um ritmo mais lento de crescimento da força de trabalho, condicionado pelo envelhecimento demográfico. A decomposição da taxa de crescimento do PIB potencial estimada para períodos selecionados pode ser visualizada no Gráfico 4.

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



Fonte: IFI.

No médio prazo, a inflação ao consumidor pode convergir gradualmente para a meta de 3,0%. O deflator implícito do PIB, por sua vez, deve evoluir ligeiramente acima do IPCA, refletindo diferenças históricas nos índices de preços, conforme análise realizada na Nota Técnica da IFI nº 18<sup>3</sup>, de julho de 2018.

Ao longo do horizonte de projeções, espera-se que a taxa de juros real se estabilize em torno de 5,0% a.a., com base na premissa de que a taxa de juros doméstica se alinhará à taxa de juros internacional, ajustada pelo prêmio de risco-país e pela depreciação esperada da taxa de câmbio.

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)<sup>4</sup>. 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 caminhe para o patamar de 3,0% a.a.

A trajetória do risco-país<sup>5</sup> 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, pouco acima do patamar atual, e o nível médio da taxa de câmbio previsto entre 2026 e 2034 é de R\$/US\$ 6,30, com depreciação média de 1,0%. Assume-se que a variação da taxa de câmbio no médio prazo é dada pela diferença entre as inflações doméstica e externa.

### 1.3.1 Cenários alternativos

O relatório de revisão de médio prazo apresenta três cenários (base, otimista e pessimista) para destacar a incerteza das projeções e sua dependência de diferentes configurações da conjuntura. 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, preços de commodities, risco-país e produtividade. Essas mudanças podem resultar em cenários mais ou menos favoráveis em comparação com o cenário base.

No cenário pessimista, condições mais desfavoráveis no ambiente internacional e no cenário fiscal doméstico poderiam deteriorar ainda mais 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 6,7%.

No cenário otimista, é possível prever 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%, com a taxa real de juros convergindo para cerca de 4,0% a.a., em um cenário de inflação controlada. A Tabela 3 apresenta um resumo das projeções macroeconômicas da IFI para o cenário base, comparando-as com a versão divulgada em junho de 2024 para os cenários alternativos (pessimista e otimista).

<sup>3</sup> Disponível em: [https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/544424/NT18\\_2018.pdf?sequence=1](https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/544424/NT18_2018.pdf?sequence=1).

<sup>4</sup> Disponíveis em: <https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4>.

<sup>5</sup> Representado pela variável Credit Default Swap (CDS) em cinco anos.

**TABELA 3. PROJEÇÕES DOS CENÁRIOS ALTERNATIVOS**

Pessimista	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2026-2034
PIB nominal (R\$ bilhões)	10.943	11.791	12.576	13.394	14.216	15.054	15.944	16.891	17.899	18.973	20.123	21.337	17.092
PIB - Crescimento nominal	8,6%	7,7%	6,7%	6,5%	6,1%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,1%	6,0%	6,0%
PIB - Crescimento real	3,2%	3,4%	1,1%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Deflator implícito do PIB	5,2%	4,3%	5,5%	5,3%	4,9%	4,7%	4,7%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
IPCA	4,6%	5,0%	5,2%	4,7%	4,4%	4,2%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	8,0%	7,0%	7,4%	7,7%	7,9%	8,2%	8,4%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%	8,5%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	4,84	6,15	6,27	6,44	6,59	6,73	6,87	7,02	7,17	7,32	7,47	7,63	7,03
Juro real ex ante (a.a.)	5,9%	8,4%	7,8%	7,4%	7,2%	7,1%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,9%
Selic - final de período (a.a.)	11,75%	12,25%	15,25%	12,75%	12,5%	12,0%	11,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,5%
Otimista	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2026-2034
PIB nominal (R\$ bilhões)	10.943	11.809	12.672	13.540	14.462	15.456	16.542	17.720	18.984	20.344	21.812	23.382	18.027
PIB - Crescimento nominal	8,6%	7,9%	7,3%	6,8%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,2%	7,2%	7,0%
PIB - Crescimento real	3,2%	3,7%	3,0%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,3%
Deflator implícito do PIB	5,2%	4,1%	4,1%	3,7%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
IPCA	4,6%	4,8%	3,8%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	8,0%	6,8%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Taxa de câmbio R\$/US\$ (final de período)	4,84	5,80	5,74	5,80	5,86	5,92	5,98	6,04	6,09	6,15	6,21	6,28	6,04
Juro real ex ante (a.a.)	5,9%	6,8%	5,3%	5,3%	4,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,1%
Selic - final de período (a.a.)	11,75%	12,25%	13,75%	10,75%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,7%

Fonte: IFI.