

Riscos crescentes

- ▶ A redução da contenção de gastos no último relatório bimestral sugere um ajuste fiscal limitado e contribuiu para aumento da percepção de risco doméstico. Avaliamos que houve uma piora na transparência da política fiscal. Por enquanto, mantivemos nossa projeção de déficit primário de -0,4% do PIB em 2024 e de -0,8% do PIB em 2025. Ainda assim, o crédito soberano recebeu um upgrade, para Ba1, um nível abaixo do grau de investimento pela Moody's, com perspectiva positiva (graças em especial às sucessivas surpresas com a atividade econômica).
- ▶ O aumento de prêmio de risco atrapalha a moeda, mas tem sido compensado pelo aumento do diferencial de juros, por ora. Mantivemos as nossas projeções de câmbio em R\$ 5,40 por dólar ao final de 2024 e R\$ 5,20 por dólar ao final 2025.
- ▶ Revisamos a nossa projeção de PIB para 3,2% (de 3,0%) em 2024 e mantivemos em 2,0% em 2025. Esperamos alguma desaceleração da atividade no segundo semestre do ano, porém menos intensa em função do consumo das famílias sustentado pela resiliência do mercado de trabalho e o ciclo ainda positivo de crédito. Para a taxa de desemprego, nossas projeções permanecem em 6,9% em 2024 e 7,0% em 2025.
- ▶ Revisamos nossa projeção de inflação para 4,4% (de 4,2%) em 2024. Incorporamos bandeira tarifária amarela em dezembro e uma alimentação no domicílio mais pressionada em função da alta recente dos preços de proteínas. Para 2025, revisamos nossa projeção para 4,2% (de 4,1%) via inércia maior.
- ▶ Projetamos um ciclo de alta da taxa Selic de 150 p.b., alcançando 11,75% a.a. ao final de 2024 e 12,00% no início de 2025. A manutenção dos juros em patamar contracionista ao longo do 1º semestre de 2025 deve resultar numa desaceleração da atividade econômica, além de alguma apreciação da taxa de câmbio, permitindo cortes de juros a partir da 2ª metade do ano, para 11,00% no final de 2025. Caso a economia se mostre ainda mais resiliente, quiçá por conta da expansão creditícia, ou caso ocorra um aumento significativo do prêmio de risco com impacto sobre a taxa de câmbio, o ciclo atual de alta pode ser mais extenso, o que ameaçaria os cortes ao longo do ano que vem.

Fiscal: aumento da percepção de risco

Mantivemos a projeção de resultado primário de -0,4% (R\$ -50 bilhões) em 2024 e de -0,8% do PIB (R\$ -100 bilhões) em 2025. Apesar do crescimento elevado da receita, refletindo a resiliência da atividade econômica e as medidas adotadas no ano passado, não esperamos uma trajetória decisiva de consolidação fiscal devido à alta expressiva das despesas. Para o cumprimento do limite inferior da meta de resultado primário deste ano (-0,25%), o governo ainda dependerá de receitas extraordinárias e/ou incertas, como as medidas de compensação da desoneração da folha, e uma desaceleração dos gastos obrigatórios.

A redução da contenção de gastos no último relatório bimestral (de R\$15 bilhões para R\$13 bilhões), a despeito de um maior déficit projetado pelo próprio governo, sugere um ajuste fiscal limitado e contribui para elevação da percepção de risco. O aumento das exclusões e abatimentos das regras fiscais, o volume significativo de receitas extraordinárias e a incorporação de medidas de receitas incertas ou de natureza duvidosa representam uma piora na transparência da política fiscal. Em particular, a meta de resultado primário tem perdido importância na real caracterização do esforço de consolidação fiscal, o que tende a contribuir para uma percepção de maior risco fiscal.

À frente, seria importante retomar o controle de despesas, seja por meio de um bloqueio adicional nos gastos discricionários, seja pela proposição de medidas estruturais para dar sustentabilidade a trajetória do gasto público e promover a convergência a superávits primários de forma recorrente. Sem o controle de gastos obrigatórios, uma estratégia de ajuste fiscal com foco maior no aumento de receitas pode não ser capaz de produzir a confiança de que haverá uma consolidação fiscal sustentável, que gere uma perspectiva de estabilidade da dívida pública, sobretudo em uma economia emergente de crescimento baixo, e juros e carga tributária já elevados.

Ainda assim, o crédito soberano recebeu um upgrade, para Ba1, um nível abaixo do grau de investimento, pela Moody's, com perspectiva positiva (graças em especial às surpresas com a atividade econômica).

Finalmente, julgamos importante um esforço adicional pela maior transparência e credibilidade das estatísticas fiscais. Idealmente, o resultado primário efetivo deveria se aproximar das metas fiscais propostas, sem abatimentos e exclusões com a contabilização de receitas e despesas como primarias estando alinhada aos padrões internacionais e incorporando todas as políticas públicas para o seu bom acompanhamento, diligência e controle pelas autoridades. A transparência na condução da política fiscal parece ser condição necessária para uma eventual recuperação do grau de investimento.

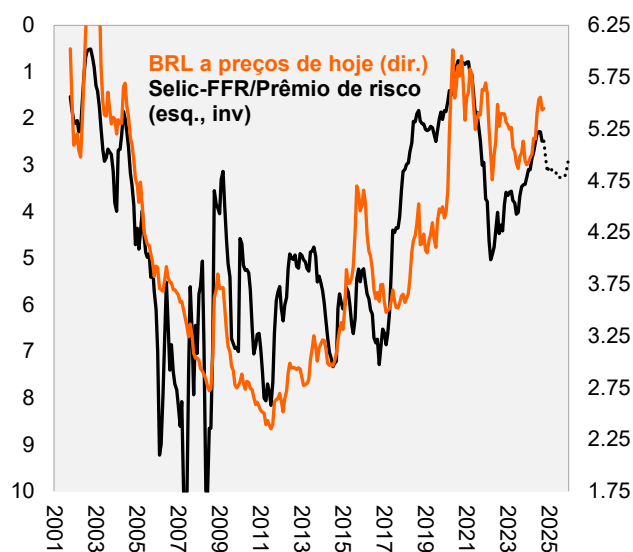
BRL: entre o aumento do risco e do diferencial de juros

O real apreciou ao longo do último mês, na esteira do aumento da Selic e do corte de juros nos EUA.

Apesar do aumento do prêmio de risco após a surpresa negativa com o relatório bimestral de receitas e despesas de setembro, que reduziu a contenção de gastos, o aumento do diferencial de juros tem prevalecido.

Mantivemos a nossa projeção de câmbio em R\$5,40 por dólar em 2024 e R\$5,20 por dólar em 2025. Além do aumento do diferencial em relação aos juros americanos, a divergência de política monetária com outras economias emergentes também contribui para a apreciação da moeda brasileira no curto e médio prazo. Por fim, a possível retomada do crescimento mais forte da economia chinesa, através do novo pacote de estímulos anunciado pelo governo em setembro, pode ajudar a sustentar os preços das commodities e beneficiar o real adiante.

Aumento do diferencial de juros ajuda o real



Fonte: Itaú

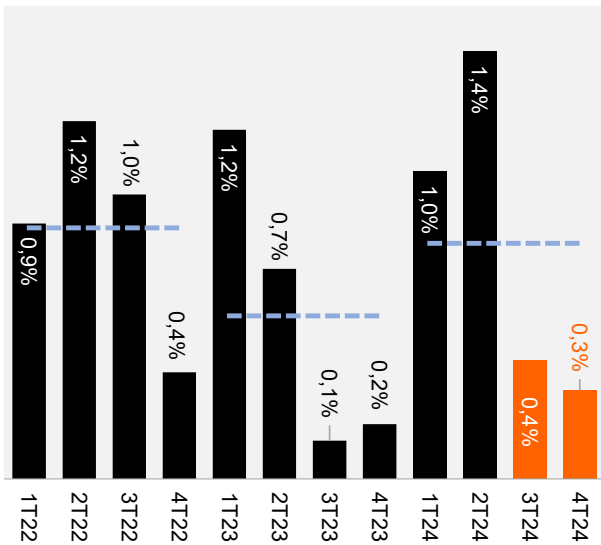
Revisamos a nossa projeção de superávit comercial para US\$ 70 bilhões em 2024 (de US\$ 75 bi) e para US\$ 60 bi em 2025 (de US\$ 70 bi). Incorporamos o aumento das importações que reflete a atividade doméstica mais forte do que o esperado. Para a conta corrente, projetamos aumento do déficit para US\$ 50bi em 2024 e US\$ 58bi em 2025.

Atividade resiliente, desaceleração menos intensa no segundo semestre

Revisamos nossa projeção de PIB 2024 para 3,2% (de 3,0% anteriormente), após os primeiros resultados de indicadores mensais para o terceiro trimestre e indicadores de confiança até setembro que indicam uma desaceleração mais branda na segunda metade do ano. Essa desaceleração considera uma redução gradual do impulso fiscal e uma menor, embora ainda positiva, contribuição do ciclo de crédito.

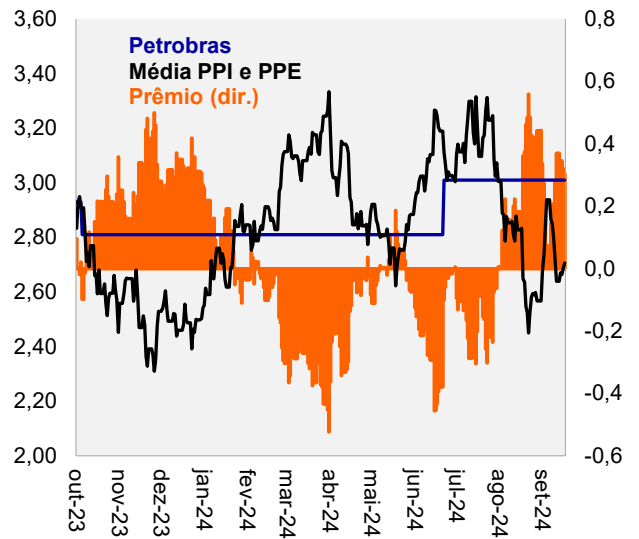
Projetamos crescimento de 0,4% na margem com ajuste sazonal no PIB 3T24. O consumo foi beneficiado pelo expressivo aumento da renda no primeiro semestre, devido ao pagamento extra de precatórios e aumento real do salário-mínimo, que não deve se repetir no segundo semestre. No entanto, a desaceleração da atividade deve ser gradual dado o grau de aquecimento do mercado de trabalho.

PIB 2024 3,2% com desaceleração menos intensa no 2º semestre



Fonte: Itaú

Defasagem da gasolina indica espaço para corte de preços na refinaria



Fonte: Itaú

Para 2025, seguimos com a projeção de 2,0%. Esperamos alguma desaceleração em função da taxa de juros mais elevada e impulso fiscal menor.

Mantivemos nossa projeção de taxa de desemprego em 6,9%, para 2024 e em 7,0% para 2025. Em agosto, a taxa de desemprego registrou nova queda para 6,6% (com ajuste sazonal), dessa vez puxada pelo crescimento da população ocupada, em especial no setor informal, enquanto a taxa de participação ficou estável. Os salários reais efetivos, depois de um pequeno recuo em julho, voltaram a subir refletindo o dinamismo do mercado de trabalho. O mesmo comportamento foi observado para a massa salarial. Acreditamos que a taxa de desemprego deve começar a subir, ainda que timidamente, nos próximos trimestres – em linha com alguma desaceleração da economia na segunda metade do ano.

Inflação mais pressionada, riscos elevados

Revisamos nossa projeção de inflação para 4,4% em 2024, de 4,2%. Incorporamos bandeira tarifária amarela em dezembro e uma alimentação no domicílio mais pressionada em função da alta recente dos preços de proteínas. O balanço de riscos é majoritariamente altista com chance de a seca pressionar ainda mais os preços de energia (via acionamento de bandeira vermelha 1 em dezembro) e de alimentos. Por outro lado, esses riscos podem ser parcialmente compensados caso haja uma redução de preços da gasolina, diante da defasagem recente frente aos preços internacionais.

Para 2025, revisamos a nossa projeção para 4,2%, de 4,1% via inércia. Também vemos o balanço de riscos como assimétrico na direção de alta para o próximo ano, caso a economia se mantenha aquecida, o câmbio não aprecie ou a seca se mostre mais persistente, com impactos sobre a próxima safra.

Política monetária: avançando em território contracionista diante de economia aquecida

Em sua reunião mais recente, o Copom iniciou um novo ciclo de aperto monetário. Em decisão unânime, a autoridade monetária elevou a taxa Selic em 25 p.b. para 10,75% a.a. – movimento que passou a ser amplamente esperado nas semanas que precederam a reunião, principalmente em função da comunicação mais dura de membros do comitê e da robustez dos dados de atividade econômica. De fato, o comitê destacou que o hiato do produto está agora positivo, e que irá monitorar o seu comportamento para decidir os próximos passos da sua estratégia de política monetária, deixando em aberto o ritmo e magnitude do ciclo. Outras variáveis que o Copom irá monitorar incluem a inflação (especialmente os itens mais sensíveis à atividade), as expectativas de inflação, suas próprias projeções, e o balanço de riscos – que foi descrito como assimétrico na direção de alta.

Tendo em vista que a projeção de inflação no horizonte relevante está em 3,5%, esperamos um ciclo total de 150 p.b. de alta da taxa básica de juros. No entanto, a resiliência da economia (simbolizada em nossa nova revisão do crescimento do PIB em 2024, de 3,0% para 3,2%) traz risco de um ciclo um pouco mais extenso. Naturalmente, uma eventual rodada adicional de depreciação do câmbio é um fator que poderia contribuir para altas adicionais.

No que diz respeito ao ritmo de implementação, mantemos nossa expectativa de uma alta de 50 p.b. na próxima reunião do Copom. Uma alteração desta perspectiva requereria, a nosso ver, uma mudança substancial de cenário.

Esperamos que a taxa Selic se situe em 11,75% a.a. ao final de 2024, 12,00% ao final do ciclo, no início de 2025, e 11,00% ao final do ano que vem.

Brasil | Dados e projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P	
						Atual	Anterior	Atual	Anterior
Atividade Econômica									
Crescimento real do PIB - %	1,2	-3,3	4,8	3,0	2,9	3,2	3,0	2,0	2,0
PIB nominal - BRL bi	7.389	7.610	9.012	10.080	10.856	11.591	11.574	12.305	12.285
PIB nominal - USD bi	1.872	1.475	1.670	1.951	2.175	2.191	2.189	2.325	2.322
População (milhões de hab.)	207,9	209,2	210,1	210,9	211,7	212,6	212,6	213,4	213,4
PIB per capita - USD	9.007	7.050	7.949	9.255	10.273	10.306	10.299	10.896	10.878
Taxa de Desemprego - média anual	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	11,6	14,7	11,6	8,5	8,0	6,9	6,9	7,0	7,0
Inflação									
IPCA - %	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,4	4,2	4,2	4,1
IGP-M - %	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	4,4	3,4	3,9	3,7
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	11,75	11,75	11,00	11,00
Balanco de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	4,03	5,19	5,57	5,28	4,86	5,40	5,40	5,20	5,20
BRL / USD - média anual	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	5,29	5,29	5,29	5,29
Balança comercial - USD bi	35	50	61	62	99	70	75	60	70
Conta corrente - % PIB	-3,5	-1,7	-2,4	-2,1	-1,0	-2,3	-2,0	-2,5	-2,0
Investimento direto no país - % PIB	3,7	3,0	2,8	4,7	2,9	3,2	3,2	3,7	3,7
Reservas internacionais - USD bi	367	356	362	325	355	370	340	370	360
Finanças Públicas									
Resultado primário - % do PIB	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,8	-0,8
Resultado nominal - % do PIB	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,9	-7,1	-7,0	-8,1	-7,9
Dívida bruta - % PIB	74,4	86,9	77,3	71,7	74,4	77,5	77,5	81,1	81,0
Dívida pública líquida - % do PIB	54,7	61,4	55,1	56,1	60,9	62,9	62,9	67,8	67,5
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	2,3	29,2	-24,7	6,0	7,6	4,2	4,3	3,4	3,1

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

(*) Taxa de desemprego medida pela Pnad Contínua, com ajuste sazonal próprio

(**) Não consideramos o pagamento dos precatórios extraordinários em 2023. Incluindo, o gasto cresceu 12,5% em 2023 e recuou 0,3% em 2024.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

<https://www.itaubba.com.br/itaubba-pt/analises-economicas>



Acesse nossos conteúdos
no seu celular

Informações Relevantes

1. Este relatório foi desenvolvido e publicado pelo Departamento de Pesquisa Macroeconômica do Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este relatório não é um produto do Departamento de Análise de Ações do Itaú Unibanco ou da Itaú Corretora de Valores S.A. e não deve ser considerado um relatório de análise para os fins do artigo 1º da Instrução CVM n.º 20, de 2021.
2. Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que o relatório foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Entretanto, o Itaú Unibanco não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. O Itaú Unibanco não possui qualquer obrigação de atualizar, modificar ou alterar este relatório e informar o respectivo leitor.
3. As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.
4. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Itaú Unibanco. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos neste relatório encontram-se disponíveis mediante solicitação. O Itaú Unibanco e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza e tampouco se responsabilizará por quaisquer decisões, de investimento ou e outra, que forem tomadas com base nos dados aqui divulgados.

Observação Adicional: Este material não leva em consideração os objetivos, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer cliente em particular. Os clientes precisam obter aconselhamento financeiro, legal, contábil, econômico, de crédito e de mercado individualmente, com base em seus objetivos e características pessoais antes de tomar qualquer decisão fundamentada na informação aqui contida. Ao acessar este material, você declara e confirma que compreende os riscos relativos aos mercados abordados neste relatório e às leis em sua jurisdição referentes a provisão e venda de produtos de serviço financeiro. Você reconhece que este material contém informações proprietárias e concorda em manter esta informação somente para seu uso exclusivo.

SAC Itaú: Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, fale com o SAC Itaú: 0800 728 0728. Ou entre em contato através do nosso portal <https://www.itaubba.com.br/atendimento-itaubba-para-voce/>. Caso não fique satisfeito com a solução apresentada, de posse do protocolo, contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos os dias, 24h, 0800 722 1722.