

Cenário macro - Brasil



12 de abril de 2024

Cenário global mais desafiador, cautela maior

- ▶ Revisamos a nossa projeção de crescimento do PIB para 2,3% em 2024 (de 2,0%) diante dos dados mais fortes do início do ano que parecem estar relacionados ao pagamento dos precatórios e ao aumento real de salário-mínimo. Para 2025, por sua vez, revisamos o crescimento para 1,8% (de 2,0%) refletindo a taxa de juros mais alta (ver abaixo).
- ▶ A arrecadação tem se mostrado mais forte no início de ano, mas os riscos fiscais a médio prazo continuam elevados, considerando a dificuldade em se obter uma trajetória de convergência de resultados primários e a possibilidade de mudanças, bastante precoces, nos parâmetros do arcabouço aprovado no ano passado. Esperamos déficits primários de 0,6% (antes 0,7%) e 0,9% do PIB em 2024 e 2025.
- ▶ Revisamos a nossa projeção de câmbio para R\$ 5,00 por dólar em 2024 (de R\$ 4,90) e R\$ 5,20 por dólar em 2025 (de R\$ 5,10). O aumento de incertezas, especialmente no cenário internacional com o novo adiamento do início do ciclo de corte de juros nos Estados Unidos, pressiona a moeda (ainda que este efeito seja parcialmente compensado por uma taxa Selic mais alta).
- ▶ Revisamos a nossa projeção de IPCA para 3,7% em 2024 (de 3,6%), com uma composição mais adversa. Incorporamos uma projeção de serviços subjacentes mais alta para o ano, pressionada pelo mercado de trabalho mais apertado e aceleração de salários. Para 2025, também revisamos a projeção. Esperamos alta de 3,6% (de 3,5%) tendo em vista o cenário de expectativas de inflação longas desancoradas e mercado de trabalho ainda apertado.
- ▶ Um cenário global mais desafiador, com desinflação mais lenta, adiamento e redução do orçamento dos cortes de juros em economias desenvolvidas e incertezas domésticas (com maior pressão em preços de serviços mais sensíveis ao desempenho do mercado de trabalho e expectativas desancoradas) limitarão de forma mais intensa os cortes de juros. Projetamos, neste momento, que a taxa Selic termine o ano em 9,75% a.a. (ante 9,25%), com desaceleração no ritmo de cortes a partir de junho, e que permaneça neste mesmo patamar ao longo de 2025.

Atividade mais forte no primeiro semestre, novamente

Revisamos a nossa estimativa de crescimento para 2,3% em 2024 (de 2,0%) incorporando uma perspectiva mais positiva para o primeiro semestre.

Os dados de janeiro e fevereiro, em especial para os setores de varejo e serviços, indicaram que a economia começou o ano em ritmo forte. Acreditamos que a surpresa pode estar relacionada ao pagamento extra de precatórios que estavam represados desde a chamada PEC dos Precatórios (EC 113/21) e foram liberados pelo governo federal no ano passado. Além disso, a antecipação do pagamento dos precatórios regulares para março e o aumento real do salário-mínimo concedido no início deste ano devem continuar impulsionando o consumo nos próximos meses. Nosso

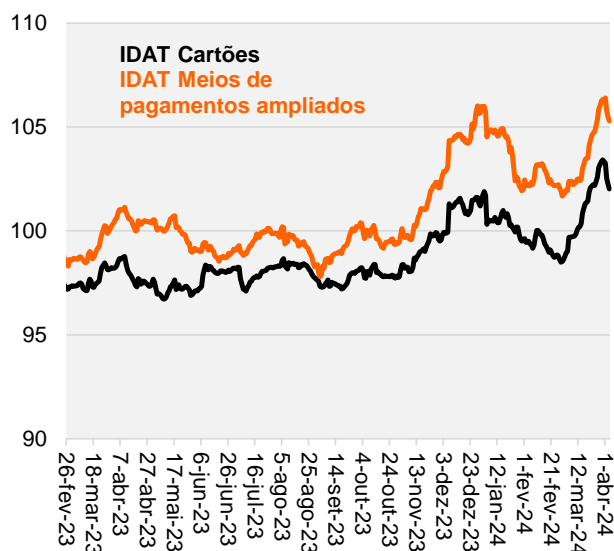
indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) é consistente com nossa expectativa de desempenho positivo da economia em março (vide gráfico).

Para 2025, por sua vez, revisamos o crescimento do PIB para 1,8% (de 2,0%). A revisão do PIB em 2024 reflete mais surpresas de curto prazo e fatores pontuais mais concentrados no início do ano, que não devem se repetir em 2025. Além disso, a perspectiva de uma taxa de juros mais elevada no final do ciclo de afrouxamento intensifica o impacto negativo do impulso monetário sobre o crescimento no próximo ano.

Por fim, o mercado de trabalho segue resiliente no curto prazo, em linha com nosso cenário de uma taxa de desemprego em 2024 de 7,8%, patamar historicamente baixo. Os últimos dados não mostraram sinais de arrefecimento, com expansão da

população ocupada formal e salários ainda em ritmo forte em fevereiro. Para 2025, esperamos leve aumento da taxa de desemprego (para 8,0%) com desaceleração do PIB.

Nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) mostra melhora em março



Fonte: Itaú

Riscos fiscais seguem elevados apesar da arrecadação mais forte no início de ano

Para 2024, melhoramos nossa projeção de déficit de 0,7% para 0,6% do PIB (R\$ 75 bilhões). A redução do déficit decorre de uma arrecadação mais forte no início do ano, que tende a ser temporária e relacionada ao aumento da renda das famílias com o pagamento de precatórios. O resultado é ainda distante da meta de déficit zero estipulada pelo governo e ainda mais do superávit de ao menos 1,5% do PIB necessário para estabilizar a dívida pública. O balanço de riscos para o ano ainda é favorável: a atividade pode permanecer resiliente e algumas medidas adicionais de arrecadação extraordinária com impacto restrito a 2024 podem ser implementadas, como maiores receitas vindas de empresas estatais (seja via dividendos ou redução de litígios tributários), além do possível efeito recorrente do limite de compensações tributárias, que não incorporamos nas nossas projeções.

Os principais riscos a frente são relacionados a dificuldade em se obter uma trajetória persistente de convergência de resultados primários e a possibilidade de mudanças nos principais parâmetros do arcabouço aprovado no ano passado.

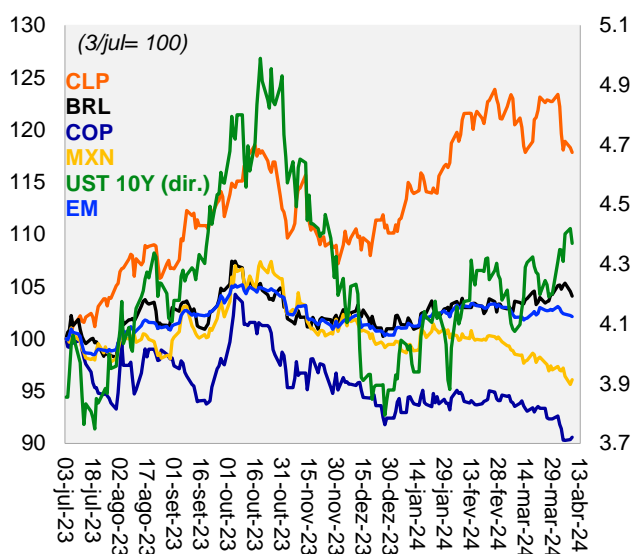
Para 2025, mantemos projeção de déficit primário de 0,9% do PIB (R\$ 110 bilhões), pior que o resultado de 2024. Confiamos que não haverá alteração do arcabouço para o orçamento do ano que vem, a despeito da pressão por aumento de gastos e discussões bastante precoces quanto a mudança da meta de superávit de 0.5%. A piora em relação a 2024 reflete um menor montante de receitas extraordinárias e a nossa hipótese que novas medidas de aumento de arrecadação não serão aprovadas.

Projetamos aumento da dívida bruta de 74% em 2023 para 77% e 81% do PIB em 2024 e 2025, respectivamente.

Real ligeiramente mais depreciado com incertezas maiores

Revisamos a nossa projeção de câmbio para R\$ 5,00 por dólar em 2024 (de 4,90) e para R\$ 5,20 por dólar em 2025 (de 5,10). Os fundamentos externos estão se tornando mais desafiadores e agem na direção de maior pressão na moeda, com manutenção do cenário de dólar forte e adiamento dos cortes de juros nos Estados Unidos, ainda que seja parcialmente compensado por uma Selic mais alta. Alguns atenuantes locais ainda ajudam a moeda, principalmente o bom desempenho da balança comercial, apesar de alguns sinais de desaceleração na ponta, e prêmio de risco doméstico em nível historicamente baixo para o período pós-pandemia.

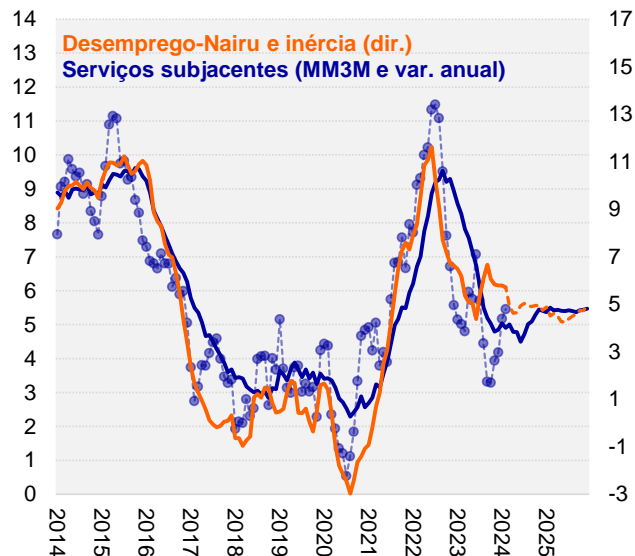
Real com desempenho um pouco pior que os pares na margem



Fonte: BBG, Itaú

lado, o aumento do aporte da Eletrobras de forma a zerar a conta Covid e de escassez hídrica é risco de baixa para nossa projeção.

Serviços subjacentes pressionados por mercado de trabalho



Nairu de 10% até dez/17 e 9% a partir de 2018.

Fonte: Itaú

Mantivemos a nossa projeção de balança comercial em US\$ 85 bilhões em 2024 e US\$ 70 bilhões em 2025. O saldo da balança segue em patamar elevado, rodando próximo de US\$ 100 bilhões no acumulado em 12 meses, mas vemos alguns sinais de perda de força na ponta, principalmente com aumento das importações, com destaque para parte de bens de capitais e bens de consumo. A partir de maio deste ano, as exportações passarão a contar com o impulso da safra de soja, menor do que no ano passado, mas ainda historicamente alto. Nossa projeção de conta corrente está em um déficit de US\$ 14 bilhões em 2024 e de US\$ 23 bilhões em 2025.

Revisão altista de inflação e com composição pior

Revisamos a nossa projeção de inflação para 3,7% em 2024 (de 3,6%) e com composição pior, ou seja, com uma dinâmica pior de serviços subjacentes. Em particular, os fundamentos para inflação de serviços (mercado de trabalho e reajustes salariais) indicam pressão altista para o grupo. Enquanto parte da piora em serviços subjacentes tende a ser pontual (serviços bancários), os serviços ligados à mão de obra devem seguir pressionados ao longo do ano. O balanço de risco para nossa projeção de 2024 é equilibrado: o mercado de trabalho apertado pode se traduzir numa inflação de serviços subjacentes mais próxima de 6% (vs. aproximadamente 5,5% do nosso cenário). Por outro

Para 2025, seguimos projetando inflação acima da meta, em 3,6% (de 3,5%), tendo em vista a desancoragem de expectativas longas e um mercado de trabalho ainda apertado. Vale ressaltar que o balanço de riscos é altista para 2025, considerando o mercado de trabalho apertado, a persistência da inflação de serviços e a possibilidade do La Niña se estender ao longo do ano que vem, afetando tanto preços de alimentos como de energia. Isso se traduz também em certa assimetria para as possibilidades da política monetária.

BC mais cauteloso, no ritmo e na taxa terminal

O Copom seguiu reduzindo a taxa de juros no mesmo ritmo (de 50 p.b.) na reunião de março e optou, com razão, por encurtar a sua prescrição futura em meio a um ambiente mais incerto, sinalizando outro movimento de 50 p.b. apenas na sua próxima reunião (e não nas próximas reuniões, como vinha fazendo). Apesar do aumento dos riscos, o Copom afirmou ainda que seu cenário de inflação e atividade não mudou substancialmente e manteve sua projeção de inflação para 2025 (principal ponto do horizonte relevante) acima da meta, em 3,2%.

Em meio a um aumento de incertezas nos cenários doméstico e um cenário internacional mais desafiador, julgamos adequada uma postura mais cautelosa do Banco Central. No cenário internacional, a trajetória de desinflação em economias desenvolvidas tem se mostrado errática e o início de cortes de juros tem sido adiado, o que tende a ter impacto sobre a taxa de câmbio. Internamente, os reajustes salariais seguem superando a inflação, a inflação de serviços (especialmente em itens mais ligados ao mercado de trabalho e dinâmica salarial) tem ficado mais pressionada na margem, e as expectativas de inflação encontram-se acima da meta há alguns trimestres.

Diante do aumento dos riscos, passamos a esperar uma taxa Selic mais alta ao final do ciclo, em 9,75% (anteriormente, 9,25%), bem como uma redução do ritmo de flexibilização monetária a partir de junho. Esperamos que a taxa Selic permaneça nesse mesmo nível ao longo de 2025 confiando que a autoridade monetária se manterá fiel ao compromisso de levar a inflação para a meta. Reconhecemos, no entanto, que dados os riscos altistas para inflação em 2025, pode ser necessário que a autoridade monetária encerre esse ciclo ainda antes.

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	2,3	2,0	1,8	2,0	
PIB nominal - BRL bi	7.389	7.610	9.012	10.080	10.856	11.533	11.535	12.187	12.225	
PIB nominal - USD bi	1.872	1.475	1.670	1.951	2.175	2.312	2.340	2.386	2.441	
População (milhões de hab.) (**)	210,1	211,8	213,3	214,8	216,3	217,7	217,7	219,0	219,0	
PIB per capita - USD	8.910	6.964	7.830	9.084	10.055	10.619	10.749	10.892	11.145	
Taxa de Desemprego - média anual (*)	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	7,8	8,0	8,0	8,0	
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	11,6	14,7	11,6	8,5	8,0	7,8	7,8	8,0	7,8	
Inflação										
IPCA - %	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	3,7	3,6	3,6	3,5	
IGP-M - %	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	1,9	2,8	3,0	2,9	
Taxa de Juros										
Selic - final do ano - %	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,75	9,25	9,75	9,25	
Balanco de Pagamentos										
BRL / USD - final de período	4,03	5,19	5,57	5,28	4,86	5,00	4,90	5,20	5,10	
BRL / USD - média anual	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	4,99	4,90	5,11	5,00	
Balança comercial - USD bi	35	50	61	62	99	85	85	70	70	
Conta corrente - % PIB	-3,6	-1,9	-2,8	-2,5	-1,3	-0,6	-0,6	-1,0	-0,9	
Investimento direto no país - % PIB	3,7	3,0	2,8	4,7	2,9	3,0	3,0	3,6	3,5	
Reservas internacionais - USD bi	367	356	362	325	355	340	340	360	360	
Finanças Públicas										
Resultado primário - % do PIB	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	
Resultado nominal - % do PIB	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,9	-7,0	-7,0	-7,2	-7,1	
Dívida bruta - % PIB	74,4	86,9	77,3	71,7	74,4	77,2	77,1	80,6	80,2	
Dívida pública líquida - % do PIB	54,7	61,4	55,1	56,1	60,9	64,0	64,3	67,3	67,3	

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

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

(**) Aguardamos a divulgação das estatísticas completas do Censo demográfico de 2022 pelo IBGE. Assim, ainda não incorporamos a estimativa de 203,1 milhões de habitantes em 2022.

Pesquisa macroeconômica – Itaú

Mario Mesquita – Economista-Chefe

Para acessar nossas publicações e projeções visite nosso site:

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



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 de 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-pt/analises-economicas>. 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.