

Cenário macro - Brasil



12 de julho de 2024

No limite

- ▶ Com forte alta dos gastos e agenda de receitas próxima ao limite de crescimento, a percepção de risco fiscal piorou. Para sinalizar a sustentabilidade da regra de despesas do arcabouço, julgamos que iniciativas de economia de gastos, como as reportadamente cogitadas pela equipe econômica, são fundamentais, incluindo um anúncio de um bloqueio de despesas de ao menos R\$ 20 bilhões, idealmente mais próximo a R\$ 30 bilhões. Mantivemos nossas projeções de déficit primário, por ora, em 0,6% do PIB em 2024 e 0,9% do PIB em 2025.
- ▶ Dada a piora dos fundamentos domésticos, com aumento da percepção de risco, revisamos as nossas projeções de taxa de câmbio para R\$ 5,30 por dólar em 2024 (de R\$ 5,15) e R\$ 5,40 por dólar em 2025 (de R\$ 5,25).
- ▶ Mantivemos as nossas projeções de crescimento do PIB para 2024 e 2025 em 2,3% e 1,8%, respectivamente. As enchentes na região Sul do país impactaram alguns setores em maio, mas nosso indicador de atividade aponta para uma retomada já em junho.
- ▶ Revisamos nossas projeções de inflação para 4,0% em 2024 e 2025 (de 3,8% e 3,7%, respectivamente), incorporando o efeito de um câmbio mais depreciado sobre alimentos e bens industriais e o reajuste recente de gasolina. O balanço de riscos para ambos os anos segue assimétrico de alta, com uma moeda mais fraca e um mercado de trabalho ainda apertado possivelmente pressionando ainda mais a inflação. Além disso, para 2024 vemos risco altista em alimentação, caso não haja devolução dos choques de in natura durante o inverno.
- ▶ O Banco Central sinalizou que pretende manter os juros em território contracionista por período prolongado até que se consolide o processo de desinflação e ancoragem de expectativas. Continuamos projetando taxa Selic estável em 10,50% a.a. até o final de 2025, mas com mais risco, especialmente em função da dinâmica recente do câmbio, que pode impactar a inflação à frente.
- ▶ Vale ressaltar, que as projeções apresentadas ao longo desse relatório têm como pressuposto o anúncio de um bloqueio significativo nas despesas (de 20 a 30 bilhões de reais) no próximo relatório bimestral do Tesouro, em 22 de julho. Uma eventual frustração nessa frente traria um relevante dano de credibilidade para o arcabouço fiscal e a política econômica em geral, com impactos potencialmente significativos sobre preços de ativos, quiçá análogos aos observados nas últimas semanas.

Fiscal: alta de gastos obrigatórios ameaça limite de gastos do arcabouço

Mantivemos a projeção de déficit primário de 0,6% do PIB (R\$ 75 bilhões) em 2024 e de 0,9% do PIB (R\$ 105 bilhões) em 2025. Por um lado, a arrecadação tem se mostrado mais forte, refletindo o impacto de medidas adotadas pelo governo no ano passado. Por outro, em um país com carga tributária elevada, o espaço para ajuste fiscal predominantemente do lado da receita está próximo de um limite. Além disso, as despesas têm crescido em ritmo elevado, pressionadas pela dinâmica da Previdência e outros gastos vinculados ao salário-mínimo, além de Saúde e Educação, ameaçando o limite de gastos do arcabouço.

Buscando evitar um risco elevado de rompimento do limite de gastos em 2024 e sinalizar a sustentabilidade do arcabouço fiscal, julgamos fundamental que se implemente iniciativas de redução de gastos, incluindo um bloqueio de despesas de pelo menos R\$ 20 bilhões, idealmente R\$30 bilhões em 22 de julho. Em relatório recente ([Macro Visão - Controle de despesas: um complemento fundamental ao arcabouço fiscal](#)), apresentamos o diagnóstico da alta das despesas e possíveis propostas para o controle da sua trajetória à frente. No curto prazo, o controle de despesas poderia advir de medidas administrativas como corte de discricionárias e revisão de irregularidades no Bolsa Família. Entretanto, visando uma sinalização forte do

compromisso do governo com o limite de crescimento real de despesas de 2,5% do arcabouço fiscal, seria importante o anúncio de medidas estruturais para dar sustentabilidade e corrigir distorções e possíveis irregularidades do gasto público.

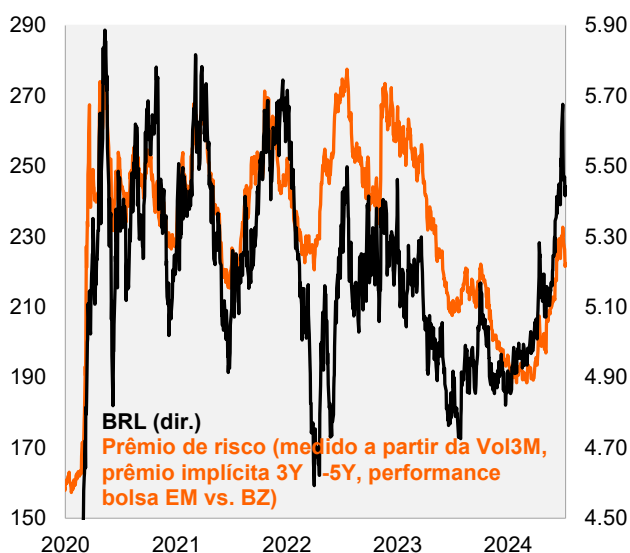
Em um cenário alternativo em que não há anúncio de medidas e/ou o bloqueio de despesas é pequeno, haverá um dano de credibilidade relevante à estratégia de ajuste fiscal do governo.

Sem a confiança de que a regra de gastos do arcabouço será respeitada à frente, haverá um aumento significativo do risco de retorno a uma trajetória insustentável da dívida pública. Tal cenário, em uma economia emergente de crescimento baixo, juros e carga tributária elevados, prejudicaria principalmente aqueles que o Estado deveria mais proteger, a parcela mais vulnerável da população.

Piora de percepção fiscal impacta a moeda

O real teve forte depreciação ao longo do último mês, descolado de outras moedas. A moeda brasileira chegou a atingir R\$5,70 por dólar – patamar já não muito distante dos momentos de maior stress enfrentados no início da pandemia. Nesse mesmo período, houve aumento significativo do prêmio de risco, refletindo os desafios fiscais.

Aumento significativo do prêmio de risco e depreciação cambial



Fonte: IBGE, Itaú

Revisamos a nossa projeção de câmbio para R\$ 5,30 por dólar em 2024 (de R\$ 5,15) e R\$ 5,40 por dólar em 2025 (de R\$ 5,25) refletindo a deterioração da percepção dos mercados quanto às incertezas domésticas. Projetamos alguma apreciação do câmbio frente ao patamar atual, mas condicional ao anúncio do bloqueio de despesas. Caso o cenário esperado não se confirme, podemos voltar a níveis tão depreciados ou ainda mais do que as máximas recentes.

Revisamos a nossa projeção de déficit em conta corrente para US\$ 27 bilhões em 2024 (de US\$ 43 bi) e para US\$ 37 bi em 2025 (de US\$ 53 bi). A revisão do nível do déficit em conta corrente reflete a alteração metodológica que o BC fará, com reclassificação dos criptoativos da balança comercial para a conta capital.

Atividade ainda resiliente

Esperamos pequena moderação no crescimento no 2T24. Projetamos crescimento do PIB no 2T24 em 0,6% com ajuste sazonal (2,0% na variação anual) depois de crescer 0,8% no 1T24. Vale destacar que alguns indicadores mensais de maio foram mais fracos devido ao impacto das enchentes no Rio Grande do Sul, mas de maneira geral a atividade econômica tem se mostrado resiliente, especialmente no consumo de bens. Nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) mostra continuidade desse movimento em junho.

Para 2024, mantivemos nossa estimativa de crescimento de 2,3% do PIB, com consumo sustentado e recuperação do investimento. A tragédia do Rio Grande do Sul não parece, até o momento, ter afetado o crescimento do PIB agregado do ano. O consumo deve continuar sustentado pelo crescimento da renda, em meio ao mercado de trabalho resiliente, e expansão creditícia. O investimento, por sua vez, vem se recuperando, apesar de em patamar ainda historicamente baixo.

Para 2025, também mantivemos a nossa projeção de desaceleração do crescimento do PIB para 1,8%. A perspectiva de uma taxa de juros mais elevada no final do ciclo de afrouxamento e desaceleração no crédito à frente devem gerar um impulso monetário negativo para o crescimento do ano que vem. Além disso, o impulso fiscal deve permanecer em patamar positivo em 2025, mas menor do que o deste ano. As enchentes na região Sul também trazem incertezas com relação à destruição de capacidade de produção e necessidade de reconstrução na região, podendo ter impacto na projeção de crescimento de 2025 mais adiante.

Por fim, como os dados de mercado de trabalho continuam mostrando resiliência, mantivemos nosso cenário de uma taxa de desemprego em patamar historicamente baixo, de 7,8%, em 2024. Os últimos dados não mostraram sinais de arrefecimento, com expansão da população ocupada, puxada pelo setor formal, pressionando o salário real. Para 2025, esperamos leve aumento da taxa de desemprego (para 8,0%) em função da desaceleração do PIB.

Aumentamos nossas projeções de inflação

Revisamos a nossa projeção de inflação para 4,0%, de 3,8% em 2024. Uma moeda mais fraca tem efeito sobre preços de alimentos e bens com defasagem entre três meses e um ano. Dessa forma, incorporamos parte dos efeitos da depreciação do câmbio já em 2024. Incorporamos também o reajuste de 7% de gasolina anunciado recentemente pela Petrobrás. O balanço de riscos para nossa projeção segue assimétrico de alta: um câmbio ainda mais depreciado pode ter efeitos adicionais sobre alimentos e industriais. Além disso, o mercado de trabalho apertado pode se traduzir numa inflação de serviços subjacentes mais próxima de 6% (vs. 5,5% do nosso cenário). Para piorar, um novo atraso na devolução dos choques dos preços de alimentos in natura pode levar nossa projeção de alimentos para próximo de 6% (vs. 5% no nosso cenário). Por outro lado, o aumento do aporte da Eletrobras de forma a zerar as contas da covid e de escassez hídrica é um risco de baixa para nossa projeção.

Câmbio mais depreciado tem efeito defasado em preços

Pass Through - 10% BRL (bps no IPCA)

Pesos	Lag	IPCA	79
26	Administrados		20
5,1	Imediato	Gasolina	20
74	Livres		59
15	2 - 3 meses	Alimentos	26
23	4 - 12 meses	Industriais	33
37	Via inércia	Serviços	0

Fonte: Itaú

Para 2025, revisamos a nossa projeção para 4,0%, de 3,7%, incorporando o efeito da moeda mais depreciada e a inércia maior de 2024. Vale ressaltar que o balanço de riscos também é altista, já que uma moeda ainda mais fraca pode ter efeitos adicionais sobre a inflação do ano que vem. Além disso, a resiliência do mercado de trabalho pode pressionar ainda mais a inflação de serviços.

Política monetária: estabilidade em risco

O Copom volta a se reunir no final de julho, em um contexto potencialmente ainda mais turbulento que na ocasião anterior, quando as autoridades decidiram interromper o ciclo de flexibilização monetária. O real depreciou nas últimas semanas, enquanto outros ativos locais também experimentaram forte pressão, em especial a curva de juros, movidos pelo aumento da percepção de incerteza sobre os rumos da política econômica, em particular (mas não exclusivamente) no que diz respeito à dinâmica das contas públicas.

Simulando o modelo utilizado pelo Copom, com as máximas do câmbio atingidas recentemente, encontramos uma projeção de inflação no horizonte relevante de 3,3%, acima da meta. Esse exercício leva em conta uma taxa Selic constante em 10,50%, câmbio em 5,70 (ante R\$5,30 no último Copom) e expectativas para 2025 e 2026 sem deterioração adicional. Com tal projeção de inflação, que não deveria mais ser descrita como “em torno da meta”, estimamos que a taxa de juros necessária para trazer o IPCA de volta à meta seria de pelo menos 11,50%. Dessa forma, entendemos que a atual precificação dos contratos de juros futuros, que embutem a possibilidade elevação da taxa Selic nas próximas decisões de política monetária, reflete ao menos parcialmente um risco real.

Por ora, mantemos as nossas projeções para a taxa básica de juros em 10,50% a.a. neste ano e no próximo, considerando alguma acomodação do câmbio após decisões e sinalizações fiscais convincentes.

Caminhando para um limite

Ressaltamos que nosso cenário como um todo pressupõe apresentação, no curto prazo, de medidas que mitiguem a incerteza fiscal. Em particular, aguardaremos a divulgação do relatório bimestral de avaliação de receitas e despesas primárias do Tesouro Nacional, ocasião na qual o governo deve anunciar um bloqueio de despesas. Como mencionado anteriormente, tomamos como hipótese um bloqueio de ao menos R\$ 20 bilhões, idealmente R\$30 bilhões.

Uma eventual frustração nessa frente traria um relevante dano de credibilidade para a o arcabouço fiscal e a política econômica, com impactos potencialmente significativos sobre preços de ativos, quiçá análogos aos que observamos nas últimas semanas. Nesse caso, poderíamos ver a taxa de câmbio em R\$ 5,70 por dólar, inflação mais elevada em 2024 e 2025 (acima de 4%) e necessidade de aumento de taxa de juros (de pelo menos mais 1p.p.), ainda este ano.

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	2,3	1,8	1,8
PIB nominal - BRL bi	7.389	7.610	9.012	10.080	10.856	11.531	11.524	12.210	12.188
PIB nominal - USD bi	1.872	1.475	1.670	1.951	2.175	2.212	2.263	2.280	2.342
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	10.162	10.394	10.412	10.693
Taxa de Desemprego - média anual	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	7,4	7,5	7,9	7,9
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	11,6	14,7	11,7	8,5	8,0	7,8	7,8	8,0	8,0
Inflação									
IPCA - %	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,0	3,8	4,0	3,7
IGP-M - %	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	3,3	3,0	3,1	3,0
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	10,50	10,50	10,50	10,50
Balanco de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	4,03	5,19	5,57	5,28	4,86	5,30	5,15	5,40	5,25
BRL / USD - média anual	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	5,21	5,09	5,35	5,20
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	-1,2	-1,9	-1,6	-2,3
Investimento direto no país - % PIB	3,7	3,0	2,8	4,7	2,9	3,2	3,1	3,8	3,7
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	-0,6	-0,9	-0,9
Resultado nominal - % do PIB	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,9	-7,2	-7,1	-7,5	-7,4
Dívida bruta - % PIB	74,4	86,9	77,3	71,7	74,4	77,9	77,5	81,4	80,9
Dívida pública líquida - % do PIB	54,7	61,4	55,1	56,1	60,9	63,5	63,7	67,4	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.