

## Sem graus de liberdade

- ▶ Passamos a esperar um ciclo de alta de juros (de 150 p.b) começando na reunião de setembro, em um contexto de taxa de câmbio pressionada, expectativas de inflação desancoradas e alguma revisão (ainda que pequena) do hiato do PIB. Projetamos taxa Selic de 11,75% ao final de 2024, com uma alta adicional em janeiro do ano que vem, alcançando um nível terminal de 12,00%.
- ▶ 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. Projetamos taxa Selic em 11,00% no final de 2025.
- ▶ Revisamos a nossa projeção de PIB para 3,0% (de 2,5%) em 2024, e para 2,0% (de 1,8%) em 2025. O consumo das famílias deve continuar impulsionando o crescimento da economia, em meio à resiliência do mercado de trabalho. Para a taxa de desemprego, revisamos a nossa projeção para 6,9% (de 7,3%) em 2024 e para 7,0% (de 7,5%) em 2025.
- ▶ Revisamos a nossa projeção de câmbio para R\$ 5,40 por dólar ao final de 2024 e para R\$ 5,20 por dólar ao final 2025 (de R\$ 5,50 em ambos os casos). A perspectiva de aumento do diferencial de juros, com o início de um ciclo de corte (potencialmente mais agressivo) pelo Fed (banco central dos EUA) e um ciclo de alta de juros pelo Banco Central do Brasil (BCB), tende a favorecer a moeda brasileira no médio prazo.
- ▶ Mantivemos nossa projeção de inflação em 4,2% para 2024 e reduzimos para 4,1% em 2025 (de 4,2%) incorporando o impacto do câmbio mais apreciado sobre bens industriais no próximo ano. Consideramos o balanço de riscos para ambos os anos como simétrico. Para 2024, vemos risco altista em serviços e energia, com chance de acionamento de bandeira amarela no final do ano, e risco baixista em gasolina com defasagem de preços indicando espaço para reajuste na refinaria.
- ▶ Revisamos nossa projeção de déficit primário de -0,6% para -0,4% do PIB em 2024, e de -0,9% para -0,8% do PIB em 2025, diante do maior crescimento da economia e de mais receitas extraordinárias. Consideramos que uma estratégia de ajuste fiscal com foco maior no aumento de receitas, caso não seja acompanhada de uma agenda de controle de gastos obrigatórios, não deve ser capaz de produzir uma perspectiva de estabilização da dívida pública de forma sustentável.

### Política monetária: ciclo de alta à vista

**O Copom volta a se reunir em setembro após semanas de intensa volatilidade e com fundamentos que justificam o início de um ciclo de alta de juros.** O real seguiu pressionado, próximo das máximas recentes, refletindo os ruídos na comunicação do BCB e as contínuas incertezas sobre os rumos das contas públicas. Além disso, os dados mais recentes de atividade indicam que a economia se encontra mais aquecida do que o BCB esperava na última reunião e as expectativas de inflação seguem desancoradas.

**O ciclo de alta, a princípio, não deve ser grande, totalizando 150 p.b.** Simulando o modelo utilizado pelo Copom, com o câmbio em 5,60 e considerando a deterioração de expectativas 12 meses à frente desde a última reunião, além de alguma revisão do hiato do produto – que não deve ser grande, dados os sinais ainda incipientes do contágio da atividade mais forte para a inflação de serviços - encontramos uma projeção de inflação no horizonte relevante acima da meta, em 3,4%. Com tal projeção, estimamos que a taxa de juros necessária para trazer o IPCA de volta à meta seria de pelo menos 12,00%. **Projetamos Selic de 11,75% no final de 2024, começando ao ritmo de 25 p.b. em setembro, seguido por duas altas de 50 p.b. ainda esse ano e uma alta final de 25 p.b. na primeira reunião do ano que vem.**

**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 segunda metade do ano, quando o horizonte relevante para a política monetária já será o final de 2026.**

Projetamos taxa Selic em 11,00% no final de 2025.

## Aumento do diferencial de juros tende a favorecer o real

**O real seguiu pressionado ao longo do último mês, com descolamento significativo em relação a outras moedas.** Apesar de algum alívio no cenário internacional, com o dólar recuando contra diversas divisas, a moeda brasileira teve performance pior do que as demais refletindo o prêmio de risco elevado, a queda de preços de commodities e as incertezas acerca do possível ciclo de aperto monetário por parte do Banco Central.

**Revisamos a nossa projeção de câmbio para R\$ 5,40 por dólar em 2024 e para R\$ 5,20 por dólar em 2025 (de R\$ 5,50 para os dois anos).** Apesar do prêmio de risco ainda elevado e da deterioração observada ao longo da primeira metade do ano nas contas externas, acreditamos que, diante da perspectiva de início de um ciclo de corte de juros pelo Fed (maior do que esperávamos anteriormente) e de alta da taxa Selic pelo BCB, o diferencial de juros deve se tornar mais atrativo, incentivando o fluxo de dólares para o país e acarretando numa moeda mais apreciada no médio prazo.

## Atividade continua surpreendendo positivamente

**Revisamos nossa projeção para o PIB 2024 para 3,0% (de 2,5% no anteriormente), após nova surpresa positiva no 2T.** No último trimestre, o PIB cresceu 1,4% na margem com ajuste sazonal (3,3% na comparação anual). O destaque positivo foi novamente o crescimento da demanda doméstica: o consumo das famílias teve alta de 1,3% com ajuste sazonal na comparação com o trimestre anterior, enquanto o consumo do governo avançou 1,3% e o investimento 2,1% na mesma base de comparação. No primeiro semestre, o crescimento foi impulsionado pela renda das famílias, puxado pelo mercado de trabalho resiliente e transferências fiscais.

**Ainda assim, estimamos uma desaceleração da economia no segundo semestre, com um crescimento de 0,3% na margem com ajuste sazonal no terceiro trimestre.** A desaceleração leva em conta uma redução gradual do impulso fiscal e uma menor ajuda do ciclo de crédito. No entanto, o mercado de trabalho e o mercado de capitais ainda aquecidos são riscos de alta para o cenário.

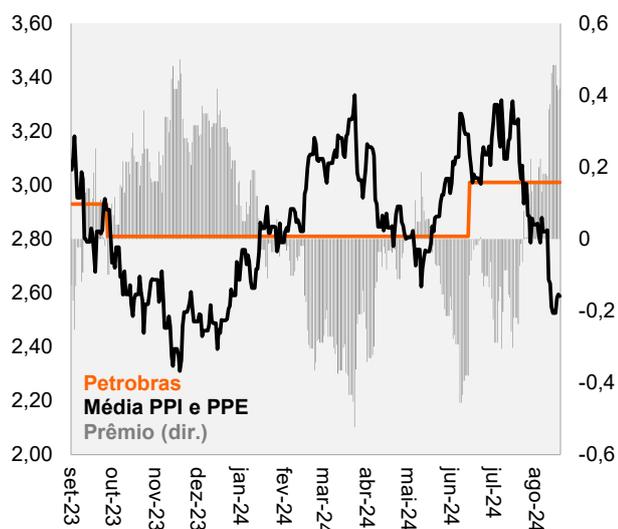
**Em relação a 2025, também revisamos a nossa projeção de crescimento para 2,0% (de 1,8%).** O crescimento médio trimestral no ano que vem deve ser similar ao de 2024. Dado um crescimento mais forte do que esperávamos esse ano, projetamos que o PIB deve crescer aproximadamente 0,7% na variação por trimestre com ajuste sazonal em 2025. Apesar do cenário de taxa de juros mais elevada contratar alguma desaceleração para o crescimento do ano, o mercado de trabalho deve seguir resiliente.

**Revisamos nossa projeção de taxa de desemprego para 6,9%, de 7,3% em 2024 e para 7,0%, de 7,5% em 2025.** Em julho, a taxa de desemprego registrou nova queda para 6,7%, puxada pela redução da taxa de participação, mas com a população ocupada de lado, indicando alguma acomodação. Além disso, os salários reais efetivos interromperam a sequência de altas observadas nos últimos meses e a massa salarial recuou pela 1ª vez desde maio do ano passado. Acreditamos que as mínimas da taxa de desemprego devem ter sido atingidas agora no meio do ano e esta deve começar a subir, ainda que timidamente nos próximos trimestres – em linha com alguma desaceleração da economia na segunda metade do ano.

## Reduzimos nossa projeção de inflação para 2025

**Mantivemos nossa projeção em 4,2% para o IPCA de 2024.** O balanço de riscos está simétrico, por um lado o mercado de trabalho apertado pode levar a uma inflação de serviços subjacentes mais próxima de 6% (vs. 5,5% do nosso cenário) e os preços de energia podem ficar mais pressionados com a chance de acionamento de bandeira amarela no final do ano. Por outro, esses riscos podem ser compensados caso haja uma redução de preços da gasolina, diante da defasagem recente em relação aos preços internacionais.

### Defasagem da gasolina indica espaço para corte de preços na refinaria



Fonte: Itaú

**Para 2025, revisamos a nossa projeção para 4,1%, de 4,2%, incorporando o efeito do câmbio mais apreciado.** Também vemos o balanço de riscos para o ano que vem como simétrico, com um risco altista advindo da inflação de serviços, em função de um mercado de trabalho resiliente, e um risco baixista em energia caso haja zeragem das contas Covid e de escassez hídrica.

### Fiscal: mais receitas, controle de despesa tímido

**Melhoramos a projeção de resultado primário de -0,6% do PIB para -0,4% (R\$ -50 bilhões) em 2024 e de -0,9% para -0,8% do PIB (R\$ -100 bilhões) em 2025.** A revisão decorre da arrecadação mais forte com a atividade econômica mais resiliente e com maiores receitas extraordinárias com dividendos do BNDES, esta última se restringindo apenas ao ano corrente. Para esse ano, caso o governo consiga

receitas extraordinárias adicionais às consideradas no nosso cenário, por exemplo, com eventuais medidas de compensação da desoneração da folha de pagamentos e dos municípios, será possível atingir o limite inferior da meta de resultado primário do governo central (esperamos déficit de 0,4% do PIB vs meta de -0,25% do PIB). Para 2025, o governo segue dependente de medidas de receita que apostam na redução de litígios tributários e de elisão fiscal, que tem realização incerta. Em particular, esperamos R\$ 30 bilhões (0,2% do PIB) em medidas de receitas, frente a expectativa de R\$ 166 bilhões (1,4% do PIB) prevista pelo governo no orçamento do ano.

**Quanto ao limite de gastos, julgamos importante que se implemente um bloqueio adicional de R\$ 10 bilhões no relatório bimestral de setembro.** As despesas com Previdência, considerando os dados preliminares até agosto, seguem acima do esperado pelo governo e, pelas nossas projeções, estão subestimadas em R\$ 19 bilhões. O bloqueio, caso implementado, somado ao faseamento do empenho de despesas discricionárias e execução abaixo do orçado de outras despesas obrigatórias, garantiria o cumprimento do limite em 2024, reforçando a credibilidade do arcabouço fiscal.

**À frente, é fundamental implementar 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.

## Brasil | Dados e projeções

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P		2025P		
						Atual	Anterior	Atual	Anterior	
<b>Atividade Econômica</b>										
Crescimento real do PIB - %	1,2	-3,3	4,8	3,0	2,9	<b>3,0</b>	2,5	<b>2,0</b>	1,8	
PIB nominal - BRL bi	7.389	7.610	9.012	10.080	10.856	<b>11.574</b>	11.560	<b>12.285</b>	12.267	
PIB nominal - USD bi	1.872	1.475	1.670	1.951	2.175	<b>2.189</b>	2.180	<b>2.322</b>	2.230	
População (milhões de hab.)	207,9	209,2	210,1	210,9	211,7	<b>212,6</b>	217,7	<b>213,4</b>	219,0	
PIB per capita - USD	9.007	7.050	7.949	9.255	10.273	<b>10.299</b>	10.013	<b>10.878</b>	10.183	
Taxa de Desemprego - média anual	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	<b>7,0</b>	7,1	<b>7,0</b>	7,4	
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	11,6	14,7	11,6	8,5	8,0	<b>6,9</b>	7,3	<b>7,0</b>	7,5	
<b>Inflação</b>										
IPCA - %	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	<b>4,2</b>	4,2	<b>4,1</b>	4,2	
IGP-M - %	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	<b>3,4</b>	3,8	<b>3,7</b>	3,6	
<b>Taxa de Juros</b>										
Selic - final do ano - %	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	<b>11,75</b>	10,50	<b>11,00</b>	10,50	
<b>Balanco de Pagamentos</b>										
BRL / USD - final de período	4,03	5,19	5,57	5,28	4,86	<b>5,40</b>	5,50	<b>5,20</b>	5,50	
BRL / USD - média anual	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	<b>5,29</b>	5,30	<b>5,29</b>	5,50	
Balança comercial - USD bi	35	50	61	62	99	<b>75</b>	75	<b>70</b>	70	
Conta corrente - % PIB	-3,5	-1,7	-2,4	-2,1	-1,0	<b>-2,0</b>	-2,0	<b>-2,0</b>	-2,1	
Investimento direto no país - % PIB	3,7	3,0	2,8	4,7	2,9	<b>3,2</b>	3,2	<b>3,7</b>	3,8	
Reservas internacionais - USD bi	367	356	362	325	355	<b>340</b>	340	<b>360</b>	360	
<b>Finanças Públicas</b>										
Resultado primário - % do PIB	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	<b>-0,4</b>	-0,6	<b>-0,8</b>	-0,9	
Resultado nominal - % do PIB	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,9	<b>-7,0</b>	-7,1	<b>-7,9</b>	-7,6	
Dívida bruta - % PIB	74,4	86,9	77,3	71,7	74,4	<b>77,5</b>	77,7	<b>81,0</b>	81,0	
Dívida pública líquida - % do PIB	54,7	61,4	55,1	56,1	60,9	<b>62,9</b>	62,8	<b>67,5</b>	66,8	
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	2,3	29,2	-24,7	6,0	7,6	<b>4,3</b>	4,3	<b>3,1</b>	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 0,2% 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>

**App Itaú Análises Econômicas**

Notícias sobre economia na palma da sua mão, com vídeos e comentários de nossos especialistas.

Baixe agora na App Store ou Google Play

## 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.itaú.com.br/atendimento-itaú-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.