

10 de junho de 2024

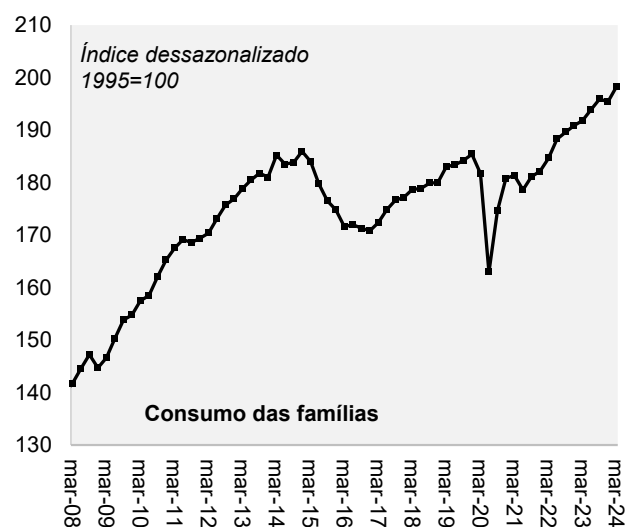
Flexibilização abortada

- ▶ Mantivemos as nossas projeções de crescimento do PIB para 2024 e 2025 em 2,3% e 1,8%, respectivamente. Os efeitos das enchentes na região Sul do país trazem maior incerteza para o segundo trimestre e algum viés de baixa para o nosso número fechado deste ano, mas optamos por esperar mais alguns dados para ter a dimensão mais precisa do impacto econômico.
- ▶ Mantivemos também as nossas projeções de déficit primário em 0,6% do PIB em 2024 e 0,9% do PIB em 2025, com a arrecadação mais forte compensando os gastos decorrentes das (claramente necessárias) medidas de auxílio ao Rio Grande do Sul. O risco fiscal segue elevado, diante da dificuldade em se obter uma trajetória persistente de convergência de resultados primários, do forte crescimento de despesas obrigatórias e dos limites para a expansão das receitas, o que implica a possibilidade de mudanças nos principais parâmetros do arcabouço aprovado no ano passado.
- ▶ Continuamos projetando taxa de câmbio em R\$ 5,15 por dólar em 2024 e R\$ 5,25 por dólar em 2025. Os fundamentos externos (de dólar forte) e domésticos (aumento do prêmio de risco e piora significativa das contas externas) dificultam um cenário mais benigno para a moeda.
- ▶ Seguimos com a projeção de IPCA em 3,8% em 2024, mas o balanço de risco segue assimétrico, com risco altista em alimentação (devido ao atraso na devolução dos choques de in natura e enchentes no sul do país) e serviços (mercado de trabalho apertado). Para 2025, projetamos inflação em 3,7%, com riscos também altistas.
- ▶ Em meio às expectativas de inflação crescentes (já parcialmente desancoradas), atividade econômica resiliente e maiores incertezas doméstica e externa, entendemos que não há mais espaço para cortes adicionais de juros. Portanto, revisamos nossas projeções para a taxa Selic, de 10,25% a.a. para 10,50%, ao final de 2024 e 2025.

Crescimento forte no 1º trimestre

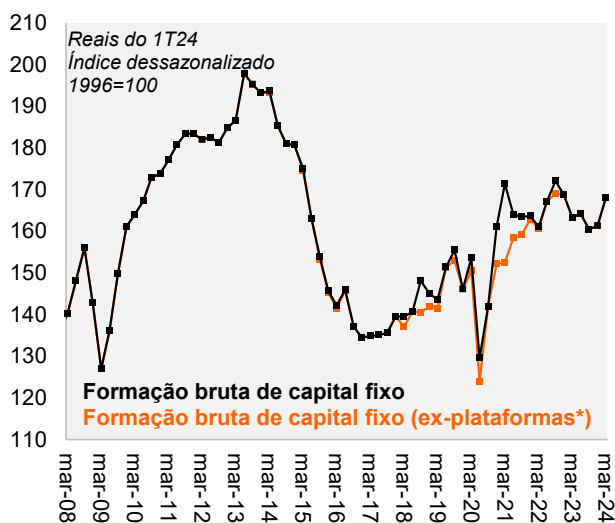
O PIB do 1T24 cresceu 0,8% na margem com ajuste sazonal, levemente acima das expectativas e com composição benigna. Vale destacar, do lado da demanda, o forte desempenho do consumo das famílias (que avançou 1,5% na margem, ante -0,3% no 4T23) e a recuperação do investimento (crescendo 4,1% no período). Avaliamos que o aumento da renda das famílias (resultante de um mercado de trabalho resiliente, além do pagamento extra de precatórios e do aumento real do salário-mínimo), assim como a redução da taxa de juros (que contribuiu para expansão do crédito nos últimos meses) estão por trás deste crescimento forte no 1º trimestre do ano.

PIB 1T com composição benigna: forte desempenho do consumo das famílias...



Fonte: IBGE, Itaú

... e retomada do investimento



*Desconsiderando efeitos contábeis do REPETRO.

Fonte: IBGE, Itaú

Para 2024, mantivemos nossa estimativa de crescimento de 2,3% do PIB, com consumo sustentado e recuperação do investimento. O ritmo de crescimento deve moderar nos próximos trimestres, mas o mercado de trabalho resiliente e cenário mais benigno para o crédito ainda devem sustentar variações trimestrais positivas do PIB até o final do ano. Os efeitos das enchentes na região Sul do país trazem maior incerteza para o segundo trimestre e algum viés de baixa para o nosso número do ano fechado. No entanto, vamos esperar a divulgação de mais alguns dados, particularmente de maio, para ter a dimensão dos danos causados especialmente ao setor agropecuário e à indústria.

Para 2025, também mantivemos a nossa projeção de desaceleração do crescimento do PIB para 1,8%. Parte dos fatores que impulsionaram a atividade este ano são pontuais e não devem se repetir no próximo ano. Vale ressaltar que a perspectiva de uma taxa de juros mais elevada no final do ciclo de afrouxamento tem impacto negativo no impulso monetário sobre o crescimento do ano que vem, porém esse efeito foi compensado pelo impacto positivo do pagamento de mais precatórios do que anteriormente previsto, aumentando o impulso fiscal. 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, tanto no setor informal quanto no formal, e salário real efetivo de todos os trabalhos avançando 0,5% em abril na média móvel de três meses. Para 2025, esperamos leve aumento da taxa de desemprego (para 8,0%) em função da desaceleração do PIB.

Fiscal: arrecadação em alta, mas gastos obrigatórios pressionados

Esperamos déficit de 0,6% do PIB (R\$ 75 bilhões) em 2024 com as surpresas na arrecadação compensando as despesas associadas às medidas de auxílio ao Rio Grande do Sul. Por um lado, incorporamos uma arrecadação mais forte no ano, refletindo tanto as surpresas positivas nos dados correntes, devido em boa parte ao limite de compensações tributárias, quanto dividendos de empresas estatais maiores que o esperado. Por outro, uma maior transferência de receitas a estados e municípios e as medidas de auxílio no enfrentamento à calamidade no Rio Grande do Sul devem contrabalancear o aumento da receita.

Estimamos gastos primários de R\$ 27 bilhões (0,2% do PIB) em apoio ao Rio Grande do Sul. Avaliamos que medidas de apoio à população e a economia do estado são altamente justificáveis e necessárias, mas que é importante acompanhar o risco de ações se perenizarem sem contrapartidas e do escopo destas ser ampliado para além dos efeitos da calamidade, para outros estados e regiões do país.

Os principais riscos a frente são relacionados a dificuldade em se obter uma trajetória persistente de convergência de resultados primários para o patamar necessário para estabilizar a dívida pública (pelo menos 1,5% do PIB) e a possibilidade de mudanças nos principais parâmetros do arcabouço aprovado no ano passado. Especificamente, os gastos obrigatórios têm crescido acima do projetado pelo governo, aumentando o risco de mudanças no limite de gastos do arcabouço fiscal. Eventuais alterações, se implementadas, trariam novo dano de credibilidade a este arcabouço, que já foi impactado pela mudança recente das metas de primário de 2025 em diante.

Para 2025, mantemos a projeção de déficit primário de 0,9% do PIB (R\$ 110 bilhões), uma deterioração adicional em comparação ao déficit de 0,6% esperado para 2024. 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. Além disso, em relação ao nosso último cenário, avaliamos que parte da surpresa positiva nas receitas correntes desse ano deve ser permanente, mas que tende a ser compensada pelo pagamento acima do que esperávamos de precatórios pelo governo federal.

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

Fundamentos externos e doméstico fragilizam o Real

Mantivemos a nossa projeção de câmbio em R\$ 5,15 por dólar em 2024 e R\$ 5,25 por dólar em 2025. Os fundamentos, externos e domésticos, indicam pouco espaço para apreciação da moeda. O dólar deve seguir forte nos mercados globais com crescimento robusto da economia americana. Internamente, o Banco Central deve manter a Selic em dois dígitos, mas as incertezas fiscais elevaram o prêmio de risco doméstico e o déficit em conta corrente, que aumentou consideravelmente nos últimos meses, deve terminar o ano maior do que o observado em 2023.

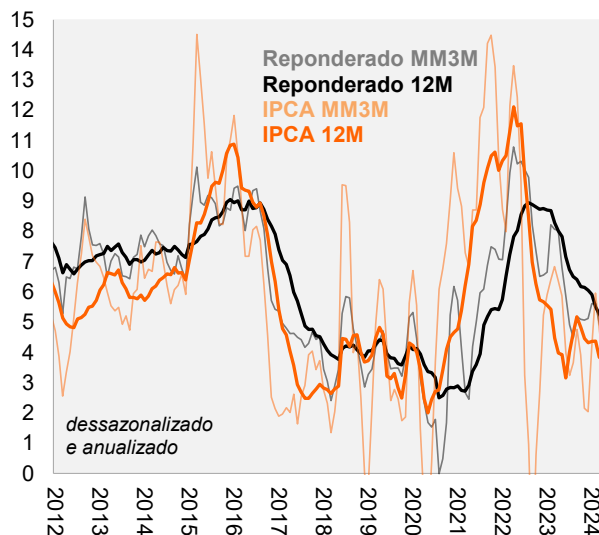
Revisamos novamente a nossa projeção de déficit em conta corrente para US\$ 43 bilhões em 2024 (de US\$ 30 bi) e para US\$ 53 bi em 2025 (de US\$ 43 bi). Incorporamos um desempenho menos favorável da balança comercial (especialmente com o aumento de importação de criptoativos) e aumento do déficit de serviços (especialmente em transportes, serviços de telecomunicação e serviços recreativos).

Mantivemos nossa projeção de inflação para 2024 e 2025

Mantivemos a nossa projeção de inflação em 3,8% para 2024. O balanço de riscos para nossa projeção de 2024 é assimétrico de alta: o mercado de trabalho apertado pode se traduzir numa inflação de serviços subjacentes mais próxima de 6% (vs. 5,5% do nosso cenário). Além disso, o atraso na devolução dos choques dos preços de alimentos in natura e as enchentes no sul do país podem pressionar ainda

mais a inflação de alimentação. 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.

Mercado de trabalho apertado pressiona inflação de itens mais intensivos em mão de obra



Fonte: Itaú

Para 2025, mantivemos a nossa projeção em 3,7%. Vale ressaltar que o balanço de riscos também é altista neste caso, considerando que o mercado de trabalho deve seguir apertado, contribuindo para a persistência da inflação de serviços, além da possibilidade do fenômeno climático La Niña se estender ao longo do próximo ano, afetando tanto preços de alimentos como de energia.

Política monetária: flexibilização abortada

O Copom volta a se reunir nos dias 18 e 19 de junho, após semanas de volatilidade intensa nos mercados – inclusive em função do dissenso que ocorreu na decisão anterior. A taxa de câmbio voltou para as máximas do ano, descolada de seus pares. Nossa medida ampla de risco-país, calculada com base em preços de ativos e seu desempenho relativo, voltou a subir depois de ter alcançado as mínimas pós pandemia no início do ano. É razoável afirmar que as incertezas domésticas citadas nas comunicações mais recentes do comitê se mantiveram em patamar elevado, ou mesmo aumentaram.

Entre as divulgações de atividade econômica, destacamos os números robustos de PIB e do mercado de trabalho. Na pesquisa PNAD, o desemprego recuou para 7,2% na medida com ajuste sazonal para o trimestre findo em abril (se afastando ainda mais da nossa estimativa de 9% para a taxa neutra), com aceleração de salários na margem, enquanto o Caged registrou mais um número forte de novos empregos formais (199 mil com ajuste sazonal, ante ritmo “neutro” de aproximadamente 60 mil). O PIB do 1º trimestre também foi divulgado recentemente, com resultado um pouco mais forte que o esperado (0,8%, ante 0,7%), com consumo resiliente e recuperação do investimento.

Do lado da inflação, as últimas leituras trouxeram composição benigna, mas isso foi mais do que compensado pela elevação das expectativas de inflação reportadas na pesquisa Focus. Desde a ata da última reunião, em que as autoridades destacaram o seu firme compromisso com o atingimento da meta e a reancoragem das expectativas, as medianas das projeções de mercado tiveram elevações importantes, de 3,64% para 3,77% para 2025 e, mais relevante, de 3,50% para 3,60% para 2026.

Com essas condições, mesmo com um câmbio eventualmente mais comportado do que os valores recentes, entendemos que não há mais espaço para cortes adicionais de juros. Portanto, revisamos nossas projeções para a taxa Selic, de 10,25% a.a. para 10,50%, ao final de 2024 e 2025.

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	11.524	11.553	12.188	12.221
PIB nominal - USD bi	1.872	1.475	1.670	1.951	2.175	2.263	2.269	2.342	2.348
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	10.394	10.424	10.693	10.721
Taxa de Desemprego - média anual	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	7,5	7,8	7,9	8,0
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	11,7	14,8	11,7	8,4	7,9	7,8	7,8	8,0	8,0
Inflação									
IPCA - %	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	3,8	3,8	3,7	3,7
IGP-M - %	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	3,0	2,6	3,0	3,0
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	10,50	10,25	10,50	10,25
Balanco de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	4,03	5,19	5,57	5,28	4,86	5,15	5,15	5,25	5,25
BRL / USD - média anual	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	5,09	5,09	5,20	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	-1,9	-1,3	-2,3	-1,8
Investimento direto no país - % PIB	3,7	3,0	2,8	4,7	2,9	3,1	3,1	3,7	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	-7,1	-7,0	-7,4	-7,2
Dívida bruta - % PIB	74,4	86,9	77,3	71,7	74,4	77,5	77,2	80,9	80,6
Dívida pública líquida - % do PIB	54,7	61,4	55,1	56,1	60,9	63,7	64,0	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.