

Cenário macro - Brasil



18 de novembro de 2024

Recalculando a rota

- ▶ A percepção de risco doméstico tem aumentado com a expectativa que o crescimento elevado das despesas obrigatórias dificultaria muito o cumprimento do arcabouço fiscal em seu formato vigente até 2026. Estimamos que, para cumprir o arcabouço em seu formato original, é necessário um ajuste de despesas de pelo menos R\$ 60 bilhões, sendo R\$ 25 bilhões em 2025 e R\$ 35 bilhões em 2026. Mantivemos a projeção de resultado primário de -0,4% do PIB em 2024 e revisamos a projeção de 2025 para -0,7% (de -0,8%), incorporando receitas recorrentes devido ao mercado de trabalho aquecido. Sem a perspectiva de convergência a resultados primários compatíveis com a estabilidade da dívida pública, a apresentação de medidas que assegurem o cumprimento do arcabouço ganha ainda mais importância. Essas idealmente deveriam incluir iniciativas tópicas, bem como estruturais.
- ▶ As incertezas fiscais somadas às externas, com perspectiva de um dólar mais forte globalmente, nos levaram a revisar a nossa projeção de câmbio para R\$ 5,70 por dólar em 2024 e 2025 (de R\$ 5,40 e R\$ 5,20, respectivamente) – a despeito do aumento do diferencial de juros.
- ▶ Mantivemos nossa projeção de crescimento do PIB para 2024 em 3,2%, porém revisamos a nossa projeção de 2025 para 1,8% (de 2,0%). Esperamos alguma desaceleração da economia no 2º semestre desse ano e no ano que vem, em função da taxa de juros mais elevada, impulso fiscal menor e revisão baixista no crescimento global. Enxergamos riscos simétricos para a projeção de crescimento de 2025.
- ▶ Revisamos as nossas projeções de inflação para cima neste ano e no próximo. Em 2024, projetamos inflação em 4,8% (de 4,4%) incorporando uma alimentação no domicílio mais pressionada em função do aumento do preço de proteínas. Em 2025, revisamos nossa projeção para 5,0% (de 4,2%), incorporando principalmente o efeito do real mais depreciado sobre bens industriais, serviços subjacentes mais pressionados e o anúncio do aumento de ICMS sobre combustíveis em fevereiro.
- ▶ Com câmbio mais depreciado, atividade ainda resiliente, expectativas desancoradas (por um período prolongado) e riscos crescentes, o Banco Central precisará recalculer o grau de aperto monetário e avançar ainda mais, e com maior celeridade, em território contracionista. Passamos a esperar que a taxa Selic atinja patamar de 13,50% a.a. no decorrer de 2025 (anteriormente, 12,00%) e permaneça nesse nível até o final do próximo ano.

Fiscal: risco de descumprimento do arcabouço aumenta necessidade de ajuste de despesas

Com o aumento da percepção que o crescimento das despesas obrigatórias dificultaria muito o cumprimento do limite de despesas do arcabouço fiscal até 2026, estimamos ser necessário um ajuste de pelo menos R\$ 60 bilhões, sendo R\$ 25 bilhões em 2025 e R\$ 35 bilhões em 2026. Para o ano que vem, avaliamos que o montante pode ser obtido caso haja sucesso nas medidas já anunciadas de “pente-fino” de benefícios sociais, implicando em uma desaceleração do crescimento de beneficiários da Previdência e do BPC. Para 2026, ainda é necessário

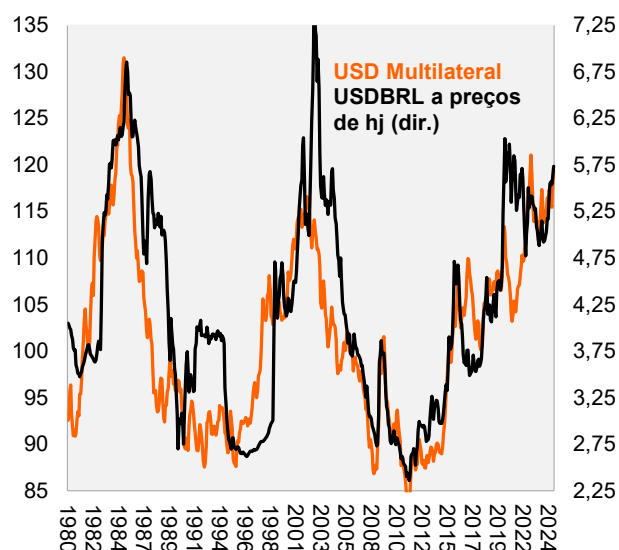
um ajuste adicional de ao menos R\$ 35 bilhões, que, dada a necessidade de aprovação de medidas legislativas, é importante que seja endereçado nos próximos meses, como pretendido pelo governo no pacote fiscal sendo discutido e a ser enviado ao Congresso nos próximos dias. Entendemos ser importante conjugar essas medidas com impacto de curto prazo que garantam o cumprimento do arcabouço em 2026 com mudanças estruturais que garantam um crescimento menor de despesas no médio prazo, com redução de indexações e vinculações das despesas públicas, além de reforçar a transparência e credibilidade das regras fiscais.

Mantivemos a projeção de resultado primário de -0,4% do PIB (R\$ -40 bilhões) em 2024 e revisamos a projeção de 2025 para -0,7% (de -0,8%) (R\$ -80 bilhões) em 2025, ainda indicando uma deterioração fiscal (aumento da dívida) no próximo ano. Para o cumprimento do limite inferior da meta de resultado primário deste ano (-0,25%), o governo ainda dependerá de receitas extraordinárias, como as medidas de compensação da desoneração da folha. Para 2025, apesar de incorporarmos maiores receitas recorrentes devido ao mercado de trabalho aquecido, ainda vemos uma deterioração fiscal diante o resultado de 2024. Adiante, medidas estruturais são necessárias para promover a convergência a superávits primários de forma recorrente.

BRL: dólar forte no mundo e incertezas fiscais

Revisamos a nossa projeção de câmbio para R\$5,70 por dólar em 2024 e 2025 (de R\$5,40 e R\$5,20, respectivamente). As incertezas domésticas e externas têm pesado sobre a moeda brasileira, que testou os níveis mais fracos do ano ao longo do último mês, a despeito da ampliação do diferencial de taxas de juros. O resultado eleitoral nos EUA e o seu potencial impacto sobre atividade econômica e dinâmica inflacionária limitam a perspectiva de queda de juros no país e favorecem o fortalecimento do dólar globalmente – o que justifica um real mais depreciado do que esperávamos anteriormente – a despeito do aumento do diferencial de juros em relação aos EUA. Para que esse não haja enfraquecimento adicional da moeda brasileira, é essencial um anúncio de corte de gastos de pelo menos R\$ 35 bilhões em 2026 que ajudaria a conter a alta do prêmio de risco, ao sinalizar um compromisso maior com o ajuste fiscal.

Dólar forte globalmente pressiona o Real



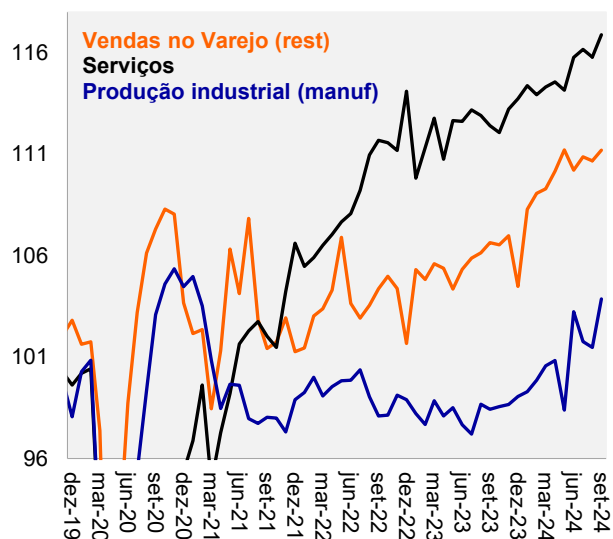
Fonte: BBG, Itaú

Revisamos a nossa projeção de déficit em conta corrente para US\$ 56 bilhões em 2024 (de US\$ 50 bi) e mantivemos em US\$ 58 bi em 2025. A revisão deve-se principalmente a uma maior saída de recursos através da balança de serviços. Parte dessa piora é explicada pela atividade doméstica ainda aquecida, mas parte parece ser estrutural, ligada ao uso maior de serviços de streaming, aplicativos de celular e apostas online. Além disso, nossa revisão para 2024 inclui uma deterioração adicional da conta de rendas, com maior pagamento de juros e remessa de lucros e dividendos ao exterior. A piora da conta corrente também ajuda a explicar a reação até aqui tímida da taxa de câmbio à política monetária.

Atividade desacelerando no segundo semestre

Mantivemos a nossa projeção de crescimento do PIB para 2024 em 3,2%. Os indicadores mensais para o terceiro trimestre começam a mostrar sinais de desaceleração da atividade, que seguirá mostrando crescimento, porém menor do que o registrado no 1º semestre do ano. Contribuem para a desaceleração uma redução gradual do impulso fiscal e uma menor, embora ainda positiva, contribuição do ciclo de crédito.

Atividade desacelerando no 2º semestre



Fonte: IBGE, Itaú

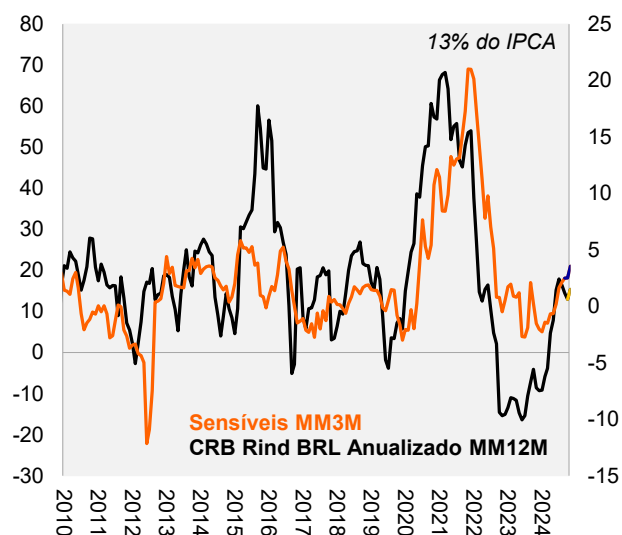
Para 2025, revisamos nossa projeção para 1,8% (de 2,0%). Esperamos um crescimento menor em função da taxa de juros mais elevada, impulso fiscal menor e revisão baixista no crescimento global. Tal desaceleração, no entanto, é amortecida por uma taxa de poupança das famílias elevada e por um mercado de trabalho que continua aquecido, bem como pela pujança do impulso de crédito, que pode arrefecer menos do que o esperado (como em 2024).

Em relação à taxa de desemprego, revisamos nossa projeção para 6,5% (de 6,9%) em 2024, mas mantivemos nossa projeção em 7,0% para 2025. Em setembro, o desemprego registrou nova queda para 6,5% (com ajuste sazonal), puxada novamente pelo crescimento da população ocupada, tanto no setor formal quanto no informal, a despeito da taxa de participação estável. Os salários reais efetivos tiveram um pequeno recuo e indicam estabilidade nos últimos meses, mas vale notar que a massa salarial seguiu crescendo dado o aumento do emprego. Acreditamos que a taxa de desemprego deve permanecer no patamar atual mesmo com uma desaceleração da economia na segunda metade do ano.

Inflação mais pressionada, riscos elevados

Revisamos nossa projeção de inflação para 4,8% em 2024 (de 4,4%). Incorporamos alimentação no domicílio mais pressionada em função da alta dos preços de proteínas.

Câmbio mais depreciado pressiona inflação de bens industriais



Fonte: Itaú

Para 2025, revisamos a nossa projeção para 5,0% (de 4,2%). Incorporamos primordialmente o efeito de um câmbio mais depreciado sobre bens industriais, além de serviços subjacentes mais pressionados (em especial alimentação fora do domicílio, impulsionada pela alta recente dos preços de proteínas) e o anúncio de aumento do ICMS sobre combustíveis esperado para fevereiro do próximo ano. O balanço de riscos segue assimétrico de alta para o próximo ano, com a possibilidade de que a economia se mantenha aquecida e o câmbio continue depreciando.

Maior grau de aperto monetário é necessário

Na sua última reunião de política monetária, em decisão unânime e amplamente esperada, o Copom optou por uma alta de 50 pontos base, levando a taxa Selic para 11,25% ao ano. A projeção de inflação apresentadas pelo comitê subiu de 3,5% para 3,6% no horizonte relevante (que se deslocou do primeiro para o segundo trimestre de 2026) e o balanço de riscos seguiu assimétrico de alta.

O comunicado e a ata da última reunião mantiveram em aberto o tamanho do ciclo e o ritmo de ajustes, mas deixaram clara a relevância de medidas fiscais estruturais, ainda a serem apresentadas, bem como o comportamento das expectativas.

Passamos a esperar que a taxa Selic atinja patamar de 13,50% a.a. no decorrer de 2025 (anteriormente, 12,00%) e permaneça nesse nível até o final do próximo ano. Com relação ao ritmo, esperamos uma postura mais vigorosa da autoridade monetária já na próxima reunião, aumentando o ritmo de ajuste para 75 pontos base. Essa mudança decorre das já mencionadas revisões nas projeções de câmbio para esse ano e para o próximo, e da consequente pressão adicional que se dá majoritariamente via preços de commodities em reais – com um pano de fundo de riscos ainda claramente altistas para a inflação de serviços, e expectativas que seguem desancoradas e piorando sensivelmente na margem.

Vale destacar, no entanto, que, caso ocorra uma redução significativa do prêmio de risco com o anúncio de um corte de gastos mais ambicioso que sinalize um compromisso maior com o ajuste fiscal, o ciclo de juros pode ser menor e, os cortes, eventualmente retomados no 2º semestre de 2025 ou início de 2026. Alternativamente, um ciclo mais extenso não está descartado a depender da evolução da taxa de câmbio e da atividade econômica adiante.

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	3,2	1,8	2,0
PIB nominal - BRL bi	7.389	7.610	9.012	10.080	10.856	11.591	11.591	12.415	12.305
PIB nominal - USD bi	1.872	1.475	1.670	1.951	2.175	2.169	2.191	2.178	2.325
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	10.202	10.306	10.205	10.896
Taxa de Desemprego - média anual	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	6,8	7,0	6,8	7,0
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	11,6	14,7	11,6	8,5	8,0	6,5	6,9	7,0	7,0
Inflação									
IPCA - %	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,8	4,4	5,0	4,2
IGP-M - %	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	5,7	4,4	5,3	3,9
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	12,00	11,75	13,50	11,00
Balanco de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	4,03	5,19	5,57	5,28	4,86	5,70	5,40	5,70	5,20
BRL / USD - média anual	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	5,34	5,29	5,70	5,29
Balança comercial - USD bi	35	50	61	62	99	74	70	68	60
Conta corrente - % PIB	-3,5	-1,7	-2,4	-2,1	-1,0	-2,6	-2,3	-2,7	-2,5
Investimento direto no país - % PIB	3,7	3,0	2,8	4,7	2,9	3,2	3,2	3,9	3,7
Reservas internacionais - USD bi	367	356	362	325	355	370	370	370	370
Finanças Públicas									
Resultado primário - % do PIB	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-2,3	-0,4	-0,4	-0,7	-0,8
Resultado nominal - % do PIB	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,9	-7,6	-7,1	-8,5	-8,1
Dívida bruta - % PIB	74,4	86,9	77,3	71,7	74,4	78,2	77,5	81,7	81,1
Dívida pública líquida - % do PIB	54,7	61,4	55,1	56,1	60,9	62,6	62,9	67,6	67,8
Crescimento gasto público (% real, a.a., **)	2,3	29,2	-24,7	6,0	7,6	3,6	4,2	3,1	3,4

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

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

(**) Não consideramos o pagamento dos precatórios extraordinários em 2023. Incluindo, o gasto cresceu 12,5% em 2023 e recuou -0,9% em 2024.

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 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-pt/ 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.