

Maiores riscos inflacionários e fiscais, mais juros e menos crescimento

- ▶ A vacinação tem avançado e deve permitir uma volta à normalidade econômica ainda neste ano. O principal risco a considerar é o surgimento de variantes do vírus que afetem a eficácia das vacinas aqui aplicadas.
- ▶ Esperamos déficits primários de 1,4% do PIB em 2021 e 0,7% do PIB em 2022 e que a dívida bruta alcance 81,8% do PIB em 2021 e 83,3% em 2022, vindo de 88,8% em 2020 e 74,3% em 2019. Acreditamos que os riscos em torno da manutenção da disciplina fiscal estejam aumentando, seja pela renúncia de receitas prevista na proposta de mudança na tributação de renda e lucro, seja pelas maiores dificuldades de conciliar o cumprimento do teto de gastos com a aceleração da inflação, aumento inesperado do gasto com precatórios e pressões para aumento do Bolsa Família, que podem levar a maiores créditos extraordinários não sujeitos ao teto de gastos.
- ▶ Revisamos nossa projeção de crescimento do PIB de 5,7% para 5,3% em 2021 (após a divulgação do PIB do 2T21 e dados recentes) e de 1,5% para 0,5% em 2022 (em função da taxa de juros mais alta).
- ▶ Continuamos projetando apreciação do câmbio em relação aos patamares atuais este ano, porém de forma menos intensa em razão das incertezas domésticas. Revisamos a nossa projeção para R\$ 5,00 por dólar ao final de 2021 (ante R\$ 4,75) e para R\$ 5,20 por dólar ao final de 2022 (ante R\$ 5,10).
- ▶ Projetamos agora inflação em 8,4% em 2021 (ante 7,7%) e 4,2% em 2022 (ante 3,9%). A inflação corrente segue alta e mostra repasse para itens mais inerciais, como serviços.
- ▶ Com piora do balanço de riscos, passamos a projetar alta da Selic para nível mais contracionista, com três aumentos de 1,00 p.p. consecutivos e um último de 0,75 p.p. ao longo das próximas reuniões, chegando a 9,0% a.a. em 2022.

Coronavírus: óbitos continuam recuando com avanço da vacinação

O avanço da vacinação deve permitir um retorno à normalidade econômica no 4T21. Em particular, esperamos que toda a população acima de 18 anos esteja com a primeira dose aplicada em setembro.

A vacinação vem gerando benefícios e as hospitalizações e óbitos continuaram recuando, a despeito do aumento estimado de prevalência da variante Delta. Além disso, o início da aplicação de doses de reforço na população idosa é bem-vindo, favorecendo uma maior proteção a esse grupo. O principal risco adiante continua sendo o do surgimento de novas variantes do vírus que afetem a eficácia das vacinas aqui aplicadas.

Riscos fiscais elevados

Projetamos déficit primário de 1,4% do PIB (R\$ 124 bilhões) em 2021 e de 0,7% do PIB (R\$ 70 bilhões) em 2022 e que a dívida pública alcance 81,8% do PIB em 2021 e 83,3% do PIB em 2022, vindo de 88,8% do PIB em 2020. A dinâmica da dívida tende a ser favorecida por fatores temporários neste ano e no próximo, como um deflator implícito do PIB acima do IPCA e devoluções adicionais do BNDES ao Tesouro Nacional.

Apesar da melhora esperada no déficit primário, acreditamos que os riscos em torno da manutenção da disciplina fiscal estejam aumentando e, se materializados, trariam efeitos negativos para a economia. Com esse quadro, estamos sujeitos a maiores créditos extraordinários não sujeitos ao teto de gastos, a uma dívida pública maior e ao risco de alta mais intensa de juros e baixo crescimento.

Do lado das receitas, a proposta de mudança na tributação sobre renda e lucro corporativo (PL 2.337/21) pode levar a uma redução da arrecadação de cerca de R\$ 23 bilhões (0,25% do PIB) em 2022, na versão aprovada na Câmara. Se, por um lado, a carga tributária brasileira já é elevada para o nível de renda per capita do país, por outro, o desequilíbrio fiscal, mesmo com a melhora recente, ainda é significativo, o que torna desaconselhável, em um país emergente com dívida pública elevada, reduzir receitas sem compensações do lado dos gastos. (Ver Macrovisão: [10 perguntas frequentes sobre a reforma de tributação de renda e lucro](#))

Em relação às despesas, a aceleração da inflação, dada a indexação do orçamento, e o crescimento inesperado do gasto com precatórios trazem desafios para a manutenção do teto de gastos, dificultando os planos de conciliar aumento do Bolsa Família com a manutenção da credibilidade do ajuste fiscal. Em particular, o gasto com precatórios no orçamento do ano que vem foi previsto em R\$ 89 bilhões, frente uma expectativa prévia de R\$ 56 bilhões. O impasse pode levar a maiores créditos extraordinários não sujeitos ao teto de gastos, como, por exemplo, através da prorrogação do auxílio emergencial, previsto para encerrar em outubro.

Acreditamos que, idealmente, a melhor solução passaria pela aprovação de medidas de ajuste fiscal que abrissem efetivamente, e não apenas contabilmente, espaço para aumentos de gastos. A melhora esperada nas projeções fiscais no curto prazo é bem-vinda, mas tem fatores temporários e não deve viabilizar pioras permanentes no arcabouço fiscal. Uma alternativa ao parcelamento proposto pela PEC 23/2021 e ao limite de pagamentos em negociação com o Judiciário, ainda com problemas, mas menos danosa para a credibilidade do ajuste fiscal, seria a exclusão dos precatórios do teto de gastos, com recálculo retroativo desse limite constitucional. (Ver Macrovisão: [Precatórios, teto de gastos e disciplina fiscal](#))

PIB deve melhorar no segundo semestre, mas desacelerar em 2022

O PIB do segundo trimestre teve leve queda após alta significativa no primeiro trimestre do ano. A volatilidade do setor agropecuário e as restrições de oferta no setor industrial foram as principais responsáveis pelo PIB mais fraco. Além disso, os setores de serviços mais dependentes de interação

social (educação e saúde pública e privada, bares, restaurantes, hotéis, salões de beleza, etc.) ainda estavam em níveis deprimidos no segundo trimestre. Na abertura do lado da oferta do PIB trimestral do IBGE, esses setores são representados pelas linhas “Administração, saúde e educação públicas e seguridade social” e “Outras atividades de serviços”. Em conjunto, o peso desses setores é de quase 30% no PIB, e os níveis de atividade estão 4,5% e 7,2% abaixo do pré-crise, respectivamente (ver tabela).

| PIB do 2T21 próximo do nível pré-crise, mas setores que dependem de interação social ainda deprimidos | | | | |
|---|-----------|-------------|--------------|--------------|
| | Aberturas | Peso | 1T21 | 2T21 |
| PIB | | 100% | -0,1% | -0,1% |
| SERVIÇOS | | 63% | -1,6% | -0,9% |
| Administração, educação e saúde públicas | | 15% | -4,5% | -4,5% |
| Outros serviços* | | 14% | -9,2% | -7,2% |
| Comércio | | 12% | 2,9% | 3,4% |
| Atividades imobiliárias | | 9% | 4,6% | 5,0% |
| Interm. financeira e seguros | | 6% | 4,0% | 4,2% |
| Transporte, armazenagem e correio | | 4% | -1,2% | -1,0% |
| Serviços de informação | | 3% | 3,9% | 9,7% |
| INDÚSTRIA | | 18% | 1,9% | 1,6% |
| Transformação | | 10% | 4,4% | 2,1% |
| Construção | | 3% | -2,0% | 0,6% |
| Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana | | 3% | 2,3% | 1,4% |
| Ext. Mineral | | 2% | -4,2% | 0,9% |
| AGROPECUÁRIA | | 6% | 6,3% | 3,3% |

*Inclui serviços prestados às famílias (bares, restaurantes, hotéis, salão de beleza, etc.)

Fonte: IBGE, Itaú

O crescimento do PIB deve melhorar no segundo semestre deste ano, especialmente devido à esperada normalização dos setores de serviços que dependem de interação social. A mobilidade está se normalizando em todas as regiões do país, em meio ao avanço da vacinação e à desaceleração da pandemia. De acordo com nosso indicador proprietário diário (IDAT-Atividade), o consumo de serviços vem subindo e está próximo dos níveis pré-crise ao final de agosto, o que é consistente com uma recuperação mais clara desses setores dependentes de interação social no início do segundo semestre. A sustentabilidade dessa recuperação continua dependendo da evolução da pandemia.

Ainda assim, ajustamos nossa projeção de crescimento do PIB de 5,7% para 5,3%. A revisão é função do PIB abaixo da nossa expectativa no 2T21 e da produção industrial de julho, que reduziu nossa projeção para o PIB do 3T21 de +1,1% para +0,8% ante o trimestre anterior com ajuste sazonal.

Projetamos desaceleração do crescimento do PIB para 0,5% em 2022 (de 1,5% no cenário anterior), uma vez que os fatores que impulsionaram o

crescimento deste ano estão se esgotando. A revisão decorreu principalmente da nossa expectativa de taxa de juros mais elevadas. Além disso, acreditamos que a política fiscal será contracionista, mesmo levando em conta o novo programa de transferência de renda, pois o gasto público primário total deve recuar para nível próximo ao observado em 2019 em termos reais. Vemos desaceleração do setor industrial global e queda de preços de commodities ano que vem. Por último, a atividade econômica não se beneficiará mais do impulso advindo da reabertura do setor de serviços, algo que, na nossa visão, ficará restrito ao segundo semestre deste ano.

Devido à expectativa de PIB mais baixo, revisamos nossas estimativas de taxa de desemprego de 12,0% para 12,1% ao final deste ano e de 12,0% para 12,5% ao final de 2022.

Real: apreciação em relação aos patamares atuais, porém menos intensa

Revisamos a nossa projeção de taxa de câmbio para R\$ 5,00 por dólar em 2021 (de R\$ 4,75 anteriormente). Ainda acreditamos que há fundamentos importantes que justificam a apreciação da moeda em relação aos patamares atuais, entre eles a taxa Selic mais alta e os preços de commodities elevados que resultam em fluxos comerciais e financeiros mais favoráveis. No entanto, as incertezas domésticas (especialmente relacionadas à evolução das contas públicas nos próximos anos) impedem uma apreciação mais expressiva da moeda.

Temos alertado que os riscos para o nosso cenário de apreciação cambial aumentaram nos últimos meses. O principal deles está relacionado a uma deterioração fiscal significativa que resulte numa saída mais forte de capitais (com eventual fuga de capitais de brasileiros), promovendo depreciação do real. Somam-se a isso fluxos pontuais, como aqueles relacionados às mudanças que a Lei 14.031/2020 promoveu sobre a tributação de investimentos no exterior (que pode gerar uma compra líquida de dólares em torno de US\$ 15 bilhões) ou à eventual antecipação de dividendos em função da reforma tributária (cujo montante é mais difícil de estimar).

Para 2022, projetamos depreciação da moeda para R\$ 5,20 por dólar (ante R\$ 5,10). O cenário global de juros mais elevados e dólar mais forte tende a pressionar a moeda.

Mantivemos inalteradas as nossas projeções de contas externas em 2021 e 2022, em dólares.

Projetamos déficit em conta corrente de US\$ 8 bilhões em 2021 e de US\$ 12 bilhões em 2022.

Inflação corrente segue alta e balanço de riscos para 2022 piorou

Revisamos a nossa projeção para o IPCA de 7,7% para 8,4% em 2021, incorporando a surpresa altista no IPCA de agosto e revisão na trajetória de curto prazo em combustível de veículo, alimentos, bens e serviços. A projeção também incorpora o anúncio da Câmara de Regras Excepcionais para Gestão Hidroenergética (CREG) e da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) de cobrança da chamada bandeira tarifária de escassez hídrica no valor de R\$ 14,20 a cada 100 quilowatts-hora consumidos. O novo valor deve valer de setembro deste ano até abril de 2022. A inflação permanece pressionada e com alta disseminada. As medidas de inflação subjacente seguem rodando pressionadas e acima do compatível com a meta de inflação, tanto em bens, que ainda não mostraram sinais de arrefecimento, quanto em serviços, já com sinais de aceleração em itens mais inerciais.

Para os preços livres no IPCA em 2021, projetamos alta em cerca de 4,0% em serviços, 10,0% em bens industriais e 7,5% em alimentação no domicílio.

Sobre o último grupo, os preços de grãos em dólar têm se estabilizado, mesmo que em patamares altos, indicando, ao menos, um arrefecimento da pressão adiante. Já sobre a inflação de produtos industriais, esperamos que as commodities metálicas façam um pico nos níveis de preços atuais, o que deve trazer alguma desinflação para preços no atacado. No entanto, o repasse desse alívio de custos para os preços finais ao consumidor pode demorar devido ao hiato apertado na indústria e de gargalos de produção. A inflação de serviços mostra sinais de repasse do choque inflacionário atual e, portanto, deve seguir alta tanto no terceiro quanto no quarto trimestre do ano. Para preços administrados, sob a bandeira de escassez hídrica anunciada, projetamos alta próxima de 13%.

Com cenário de inflação corrente mais alta e impacto em preços mais inerciais na economia, revisamos nossa projeção para o IPCA 2022 de 3,9% para 4,2%. Supondo alguma normalização do cenário de chuvas no próximo ano, esperamos bandeira tarifária vermelha 1 em dezembro de 2022 (valor de R\$ 3,971 a cada 100 quilowatts-hora). O impacto baixista dessa redução no valor da cobrança adicional, no entanto, é

compensado por um cenário de inflação corrente mais alto, impactando a inércia inflacionária e seu repasse para o IPCA do próximo ano. De todo modo, o balanço de riscos aponta para uma composição de inflação pior, com maior pressão em preços livres e potencialmente menor pressão em preços administrados.

Com piora do balanço de riscos, Selic deve subir para patamar ainda mais restritivo

O cenário inflacionário continuou se deteriorando e riscos permanecem elevados. Como mencionamos acima, a situação hídrica gera pressão adicional sobre a inflação corrente, via aumento das contas de luz, e também sobre a dinâmica de preços do ano que vem, através da inércia resultante de um IPCA mais elevado e do risco de novas medidas que visem à redução do consumo de eletricidade. Adicionalmente, as dúvidas sobre a trajetória das contas públicas, em especial no que diz respeito ao cumprimento do teto de gastos em 2022, resultam em pressão mais duradoura sobre a taxa de câmbio, que deve apreciar um pouco menos do que esperávamos anteriormente.

Nesse contexto, acreditamos que o Copom ainda não enxergará condições para indicar redução do ritmo de elevação da taxa Selic. A taxa básica de juros deve ter nova alta de 1,0 p.p. na reunião dos dias 21 e 22 de setembro, como sinalizado na reunião anterior. Com um quadro inflacionário tornando-se mais adverso, passamos a esperar mais dois aumentos de igual magnitude (em outubro e dezembro). Olhando mais adiante, esperamos que a inflação tenha dinâmica mais benigna que a atual em 2022 (menor pressão de gargalos e estoques baixos sobre bens transacionáveis e inflação de serviços bem comportada), fazendo com que a autoridade monetária encerre o ciclo de elevação de juros com uma última alta de 0,75 p.p. em fevereiro do ano que vem.

Projetamos que a taxa Selic alcance 9,0% a.a. em 2022. Com a projeção de IPCA acima da meta no horizonte relevante para política monetária, o Banco Central está correto, a nosso ver, ao indicar que a taxa de juros deve ser elevada para patamar restritivo.

Brasil | Dados e projeções

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | | 2022P | |
|--------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------------|----------|--------------|----------|
| | | | | | | Atual | Anterior | Atual | Anterior |
| Atividade Econômica | | | | | | | | | |
| Crescimento real do PIB - % | -3,3 | 1,3 | 1,8 | 1,4 | -4,1 | 5,3 | 5,7 | 0,5 | 1,5 |
| PIB nominal - BRL bi | 6.269 | 6585,5 | 7.004 | 7.407 | 7.448 | 8.642 | 8.666 | 9.304 | 9.391 |
| PIB nominal - USD bi | 1.798 | 2063,3 | 1.916 | 1.877 | 1.443 | 1.644 | 1.665 | 1.821 | 1.901 |
| População (milhões de hab.) | 205,2 | 206,8 | 208,5 | 210,1 | 211,8 | 213,3 | 213,3 | 214,8 | 214,8 |
| PIB per capita - USD | 8.764 | 9977 | 9.189 | 8.932 | 6.816 | 7.705 | 7.804 | 8.478 | 8.850 |
| Taxa de Desemprego - média anual (*) | 11,5 | 12,7 | 12,3 | 11,9 | 13,3 | 13,3 | 13,0 | 12,3 | 12,0 |
| Taxa de Desemprego - fim do ano (*) | 12,7 | 12,4 | 12,2 | 11,6 | 14,3 | 12,1 | 12,0 | 12,5 | 12,0 |
| Inflação | | | | | | | | | |
| IPCA - % | 6,3 | 2,9 | 3,7 | 4,3 | 4,5 | 8,4 | 7,7 | 4,2 | 3,9 |
| IGP-M - % | 7,2 | -0,5 | 7,5 | 7,3 | 23,1 | 18,5 | 18,5 | 4,0 | 4,0 |
| Taxa de Juros | | | | | | | | | |
| Selic - final do ano - % | 13,75 | 7,00 | 6,50 | 4,50 | 2,00 | 8,25 | 7,50 | 9,00 | 7,50 |
| Balanço de Pagamentos | | | | | | | | | |
| BRL / USD - final de período | 3,26 | 3,31 | 3,88 | 4,03 | 5,19 | 5,00 | 4,75 | 5,20 | 5,10 |
| Balança comercial - USD bi | 40 | 56 | 47 | 35 | 50 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| Conta corrente - % PIB | -1,4 | -1,1 | -2,7 | -3,5 | -1,7 | -0,5 | -0,5 | -0,7 | -0,6 |
| Investimento direto no país - % PIB | 4,1 | 3,3 | 4,1 | 3,7 | 3,1 | 3,0 | 3,0 | 3,3 | 3,2 |
| Reservas internacionais - USD bi | 372 | 382 | 387 | 367 | 356 | 356 | 356 | 356 | 356 |
| Finanças Públicas | | | | | | | | | |
| Resultado primário - % do PIB | -2,5 | -1,7 | -1,5 | -0,8 | -9,4 | -1,4 | -1,4 | -0,7 | -0,7 |
| Resultado nominal - % do PIB | -9,0 | -7,8 | -7,0 | -5,8 | -13,6 | -6,7 | -6,3 | -7,7 | -6,6 |
| Dívida bruta - % PIB | 69,9 | 73,7 | 75,3 | 74,3 | 88,8 | 81,8 | 80,9 | 83,3 | 81,1 |
| Dívida pública líquida - % do PIB | 46,2 | 51,4 | 52,8 | 54,6 | 62,7 | 61,3 | 61,4 | 64,0 | 62,3 |

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

(*) Taxa de desemprego medida pela Phad Contínua

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 598, de 3 de maio de 2018.
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/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.