

Atividade resiliente, inflação menor, redução gradual de juros

- ▶ Revisamos nossa projeção para o crescimento do PIB em 2023 de 1,4% para 2,3%, diante do crescimento acima do esperado no 1T23 e da expectativa de que, a despeito dos efeitos do aperto monetário, o consumo vai se manter sustentado pela renda nos próximos trimestres. Também aumentamos nossa expectativa para 2024, de 1,0% para 1,5%. Em meio à resiliência do mercado de trabalho, reduzimos nossa projeção para a taxa de desemprego deste e do próximo ano para 8,0% (ante 9,0% e 9,1%, respectivamente).
- ▶ Revisamos a projeção de inflação em 2023 de 5,8% para 5,3%, incorporando preços mais baixos de produtos comercializáveis e corte de 5% nos preços da gasolina na refinaria. Para 2024, revisamos nossa projeção para 4,4%, de 4,5%, com inércia menor, algum grau de reancoragem nas expectativas longas, mas com pressão de hiato apertado.
- ▶ O arcabouço fiscal e as medidas complementares de recomposição das receitas reduzem riscos extremos, mas ainda há desafios de implementação significativos à frente. No curto prazo, a atividade econômica melhor ajuda, e revisamos nossas estimativas de déficits primários marginalmente para 1,0% do PIB em 2023 e 0,8% do PIB em 2024 (anteriormente déficits de 1,2% e 1,0% do PIB, respectivamente), e dívida bruta para 75% e 78% do PIB para esses anos, respectivamente (anteriormente: 76% e 79%).
- ▶ Revisamos nossa projeção de câmbio para R\$ 5,00 por dólar em 2023, de R\$ 5,15, e mantivemos R\$ 5,25 por dólar em 2024. O cenário externo beneficia moedas de carregio, com destaque para moedas da América Latina. No contexto doméstico, houve alguma redução dos ruídos sobre política econômica, e o patamar de taxa de juros também ajuda a moeda.
- ▶ Esperamos que a redução das pressões inflacionárias e uma decisão prudente sobre o regime de metas para a inflação permitirão que o Copom antecipe o ciclo de flexibilização, com corte de 0,25 p.p., em setembro, dois cortes de 0,50 p.p., nas reuniões de novembro e dezembro, o que levaria a taxa Selic a 12,50% ao final de 2023. Para 2024, mantemos Selic de 10%, diante de uma desinflação lenta dos preços de serviços.
- ▶ Acreditamos que a eventual flexibilização da política monetária deveria ocorrer de forma gradual. Por um lado, a queda da inflação corrente tem sido importante. Mesmo que concentrada em itens voláteis e bens industriais, a desinflação tende a ser repassada para itens mais indexados, pela inércia menor. Esses fatores permitirão o início de um ciclo de cortes em setembro. Por outro lado, a inflação permaneceu elevada por um período prolongado, com expectativas longas desancoradas, e há pouca ociosidade no mercado de trabalho, o que implica uma inflação de serviços ainda elevada. Por outro lado, o ajuste fiscal ainda é desafiador e a política monetária nos países desenvolvidos continua avançando em território contracionista. Esses fatores demandam cautela com as projeções de inflação de médio prazo e recomendam uma condução parcimoniosa da distensão monetária, com cortes graduais da taxa de juros.
- ▶ Nossas projeções consideram que o Conselho Monetário Nacional (CMN) manterá a meta de inflação de 3% e o intervalo de tolerância em 1,5 p.p., mudará de ano calendário para meta contínua (ajustando o processo de verificação), mas não imporá um horizonte para o Banco Central (BC) atingir meta. Isso deverá ajudar a reduzir as expectativas inflacionárias e, assim, a viabilizar a antecipação do início da descompressão da política monetária para setembro.

Crescimento mais forte: revisamos PIB de 2023 para 2,3%, e de 2024 para 1,5%

O PIB do 1T23 cresceu 1,9% na margem com ajuste sazonal, acima das expectativas. Do lado da oferta, a principal surpresa veio do PIB da Agropecuária, impulsionado, principalmente pelas safras de soja e milho. O setor de serviços continuou mostrando resiliência, avançando 0,6% na margem com ajuste sazonal (ante alta de 0,2% no 4T22), enquanto a indústria recuou 0,1% na margem.

O ritmo de crescimento deve moderar nos próximos trimestres, mas ficar acima do que esperávamos anteriormente. Mesmo com algum ajuste do PIB da Agropecuária, nosso *tracking* do 2T23 aponta para uma alta de 0,2% na margem com ajuste sazonal (2,4% na variação anual). Nosso indicador diário de atividade mostrou crescimento dos gastos no mês de abril e um recuo em maio, puxado pela parte de bens.

Com isso, revisamos o crescimento do PIB deste ano para 2,3%, de 1,4%. Apesar de esperarmos desaceleração no ritmo atual de crescimento, o consumo deve ficar mais sustentado pelo crescimento da renda, em meio ao mercado de trabalho resiliente e estímulos fiscais (aumento do Bolsa Família, aumentos salariais de servidores, elevação do salário-mínimo, antecipação de 13º salário para aposentados e pensionistas do INSS e incentivos à compra de automóveis).

Para 2024, revisamos nossa projeção para 1,5% (ante 1,0% no cenário anterior). Diante da perspectiva de redução do aperto monetário ao final de 2023, estimamos que a economia registre crescimento médio por trimestre de 0,3% na margem com ajuste sazonal.

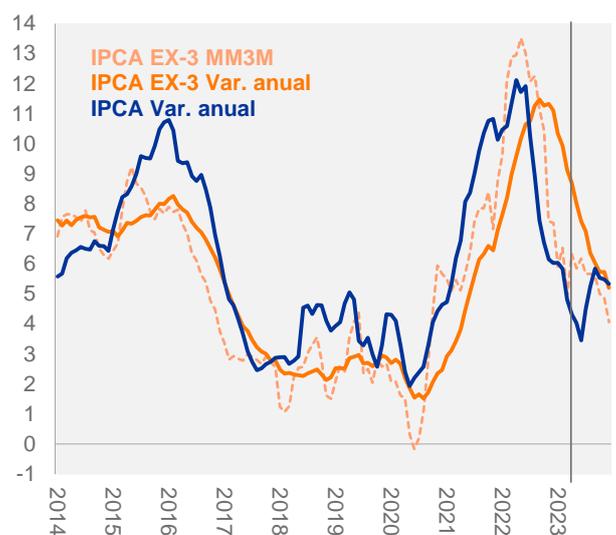
No mercado de trabalho, surpresas de curto prazo e o maior crescimento à frente levaram a uma queda na nossa projeção de desemprego, deste e do próximo ano, para 8,0%, (ante 9,0% e 9,1%, respectivamente). Os dados recentes continuam indicando que o mercado de trabalho segue forte, com criação de postos tanto informais quanto formais e crescimento dos salários reais.

Inflação menor em 2023 e marginalmente mais baixa em 2024

Revisamos nossa projeção para o IPCA 2023 de 5,8% para 5,3%. A revisão decorre da menor inflação para alimentação no domicílio e produtos industriais, com queda de commodities e resolução dos gargalos de produção, além da expectativa de corte de 5% no preço da gasolina na refinaria em julho, como compensação parcial da alta de PIS/Cofins prevista para o mês. Por outro lado, aumentamos nossa projeção para a inflação de serviços diante de um mercado de trabalho mais apertado. Os riscos para a nossa projeção são baixistas: o corte nos preços da gasolina pode compensar totalmente a alta de impostos, e os preços de alimentos podem ser ainda mais menores.

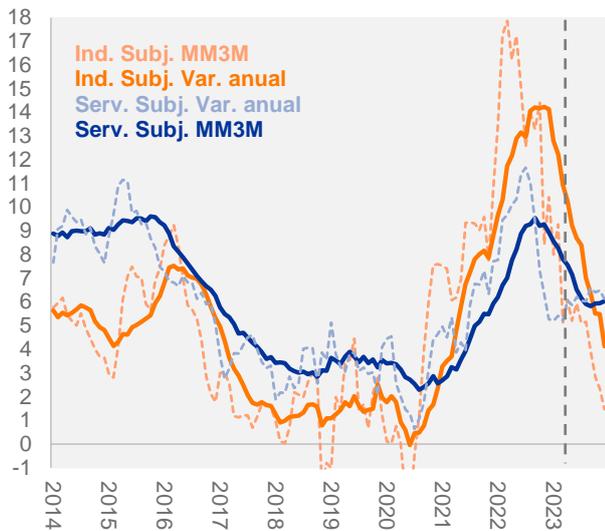
Para 2024, revisamos nossa projeção para 4,4%, de 4,5%. Nosso cenário incorpora impacto inercial baixista e a manutenção da meta de inflação em 3%, a ser decidida no fim deste mês pelo CMN, que deve gerar algum grau de reancoragem nas expectativas longas (de 4,0% para 3,5%). Há riscos para os dois lados para a nossa projeção. De um lado, há espaço para maior acomodação dos preços de commodities agrícolas, o que pode contribuir para uma inflação de alimentos menor em 2024. Por outro lado, eventual aumento da meta de inflação ou um mercado de trabalho mais apertado podem pressionar a inflação do ano que vem.

Desaceleração dos núcleos de inflação...



Fonte: BCB, IBGE, Itaú

...com forte desinflação em industriais, mas serviços ainda resilientes



Fiscal tem ajuda do PIB melhor, mas equilíbrio depende das medidas de receitas

Esperamos déficit primário de 1,0% do PIB (R\$ 110 bilhões) em 2023, frente a um déficit de 1,2% do PIB (R\$ 130 bilhões) anteriormente. A revisão decorre da avaliação de que a atividade econômica terá desaceleração mais gradual no segundo semestre, assim como de resultados de estados e municípios melhores após medidas de recomposição de suas receitas e de dividendos de estatais um pouco maiores do que o esperado. O resultado do ano pode ser ainda melhor do que estimamos, dependendo principalmente do sucesso da agenda de receitas extraordinárias vindas da renegociação de débitos tributários.

Para 2024, melhoramos nossa estimativa de -1,0% do PIB (R\$ 110 bilhões) para -0,8% do PIB (R\$ 90 bilhões). A revisão também decorre majoritariamente da melhora da perspectiva de crescimento econômico. A proposta de arcabouço fiscal ainda está em tramitação no Congresso Nacional, mas supomos que será aprovada em versão semelhante à aprovada pela Câmara. Como complemento ao regime, o governo tem uma meta de resultado primário equilibrado (zero) no ano que vem, o que, diante do esperado crescimento das despesas, demanda aumentos de receitas. Supomos a aprovação e implementação de medidas de aumento de receita com impacto total de 1,0% do PIB, proveniente, em parte, do pacote envolvendo a redução de desonerações e de brechas

legais para iniciativas de planejamento tributário e, em parte, da aprovação da tributação de lucros e dividendos no segundo semestre.

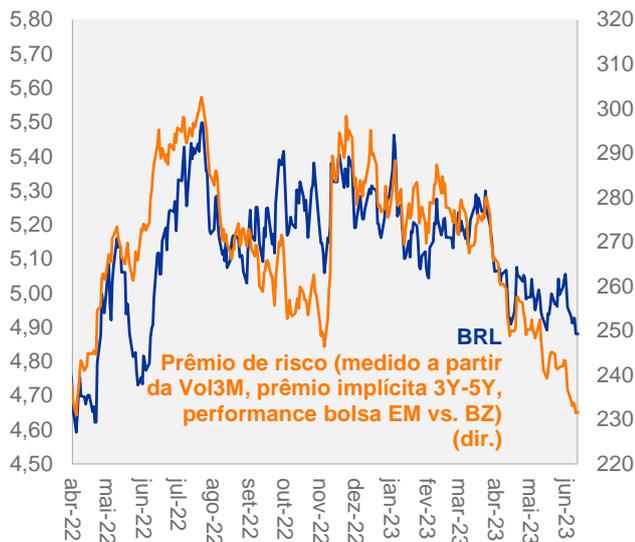
A despeito do aumento nas receitas e do anúncio do arcabouço, a dívida pública deve subir nos próximos anos, embora com perspectiva de dinâmica um pouco melhor na margem após as revisões para a atividade econômica. Projetamos aumento da dívida bruta de 73% para 75% (76% anteriormente) do PIB entre 2022 e 2023, e para 78% (79% anteriormente) do PIB em 2024. O quadro fiscal desafiador em uma economia emergente de crescimento baixo, juros e carga tributária elevados é preocupante, prejudicando potencialmente e principalmente aqueles que o Estado deveria mais proteger.

Real deve continuar se beneficiando do carregamento e estabilização risco doméstico

Revisamos nossa projeção de câmbio para R\$ 5,00 por dólar em 2023, de R\$ 5,15 por dólar, e mantemos R\$ 5,25 por dólar em 2024. As moedas de taxas de juros e, assim, carregamento alto, têm se beneficiado nesta primeira metade do ano, com bom desempenho relativo não só do real, mas também de outras moedas da América Latina. O prêmio de risco doméstico tem se mantido em patamar mais baixo que o do passado recente, e o patamar de taxa de juros também ajuda a moeda. Para que a melhora seja duradoura, consideramos importante que a meta de inflação seja mantida, que as medidas de aumento de receita anunciadas pelo governo sigam avançando e que novos compromissos de elevação de despesas ou retrocessos microeconômicos sejam evitados.

Projetamos déficit na conta corrente este ano em US\$ 35 bilhões, ou 1,7% do PIB. Contribui para o bom desempenho das contas externas o saldo da balança comercial, com a nossa projeção para o ano, segundo o dado do Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (MDIC), em US\$ 70 bilhões, impulsionada principalmente pelo bom desempenho das exportações, com alta no quantum de soja, minério de ferro e petróleo mais do que compensando a queda no preço médio desses produtos em dólar. Também esperamos menor saída de lucros e dividendos nos próximos anos e perda de força nos gastos de transportes, com normalização dos custos de frete e recuo do preço de commodities dos picos recentes. Projetamos déficit de conta corrente em US\$ 33 bilhões, ou 1,5% do PIB, em 2024.

Prêmio de risco doméstico tem se mantido em patamar mais baixo



Fonte: Bloomberg, Itaú

Política monetária: início de um ciclo gradual de flexibilização em setembro

O Copom se reunirá nos dias 20 e 21 de junho em um contexto inflacionário marginalmente melhor. Em particular, como discutido acima, surpresas inflacionárias têm sido baixistas, com a inflação de alimentos e bens industriais arrefecendo mais intensamente do que previsto. Ao mesmo tempo, um corte no preço da gasolina na refinaria em julho pode compensar parcialmente a alta de PIS/Cofins prevista para aquele mês. Esses fatores são parcialmente contrabalanceados por riscos advindos de um hiato do produto menor, dada a surpresa positiva na atividade econômica, e de um mercado de trabalho mais apertado, com queda adicional da taxa de desemprego. Mas o saldo final desses efeitos tem sido uma queda da inflação implícita em títulos públicos, bem como uma redução nas expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus do Banco Central, especialmente para horizontes mais curtos, como 2023 e 2024.

Com isso, agora esperamos que o Copom inicie um ciclo gradual de flexibilização em sua reunião dos dias 19 e 20 de setembro, com corte inicial de 0,25 p.p. Projetamos ainda dois cortes adicionais, ambos de 0,50 p.p., nas reuniões do Copom de novembro e dezembro, o que levaria a taxa Selic a 12,50% a.a. ao final de 2023.

Acreditamos que a eventual flexibilização da política monetária deveria ocorrer de forma gradual. Por um lado, a queda da inflação corrente tem sido importante. Mesmo que concentrada em itens voláteis e bens industriais, a desinflação tende a ser repassada para itens mais indexados, pela inércia menor. Esses fatores permitirão o início de um ciclo de cortes em setembro. Por outro lado, a inflação permaneceu elevada por um período prolongado, com expectativas longas desancoradas, e há pouca ociosidade no mercado de trabalho, o que implica uma inflação de serviços ainda elevada. Adicionalmente, o ajuste fiscal ainda é desafiador e a política monetária nos países desenvolvidos continua avançando em território contracionista. Esses fatores demandam cautela com as projeções de inflação de médio prazo e recomendam uma condução parcimoniosa da distensão monetária, com cortes graduais da taxa de juros.

Cabe destacar que as nossas projeções consideram que o CMN se reunirá no dia 29 de junho e irá sancionar a meta de inflação de 3% para 2024 em diante. De fato, entendemos que o cenário mais provável seja a manutenção da meta em 3% e da banda de tolerância em torno da meta. Outras modificações do atual regime podem ser contempladas, como uma mudança de meta apurada no ano calendário para apuração contínua. Se feitas com cuidado, essas mudanças podem trazer ganhos marginais ao regime de metas. Por outro lado, uma mudança no horizonte para o cumprimento da meta e/ou ampliação da banda de tolerância em torno dela seriam negativas. A decisão do CMN deve impactar a formação de expectativas de inflação e, em última instância, a condução da política monetária, evidenciando a relevância da referida reunião do CMN ao final deste mês.

Brasil | Dados e projeções

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P		2024P		
						Atual	Anterior	Atual	Anterior	
Atividade Econômica										
Crescimento real do PIB - %	1,8	1,2	-3,3	5,0	2,9	2,3	1,4	1,5	1,0	
PIB nominal - BRL bi	7.004	7.389	7.610	8.899	9.915	10.663	10.696	11.392	11.431	
PIB nominal - USD bi	1.916	1.872	1.475	1.649	1.920	2.119	2.094	2.218	2.196	
População (milhões de hab.)	208,5	210,1	211,8	213,3	214,8	216,3	216,3	217,7	217,7	
PIB per capita - USD	9.189	8.910	6.964	7.731	8.936	9.796	9.682	10.190	10.090	
Taxa de Desemprego - média anual (*)	12,4	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	8,6	8,0	9,1	
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	12,3	11,7	14,9	11,8	8,5	8,0	9,0	8,0	9,1	
Inflação										
IPCA - %	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	5,3	5,8	4,4	4,5	
IGP-M - %	7,5	7,3	23,1	17,8	5,5	-1,6	2,0	3,7	3,8	
Taxa de Juros										
Selic - final do ano - %	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	12,50	12,50	10,00	10,00	
Balanco de Pagamentos										
BRL / USD - final de período	3,88	4,03	5,19	5,57	5,28	5,00	5,15	5,25	5,25	
BRL / USD - média anual	3,66	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	5,10	5,12	5,20	
Balança comercial - USD bi	47	35	50	61	62	70	70	60	60	
Conta corrente - % PIB	-2,9	-3,6	-1,9	-2,8	-3,0	-1,7	-1,7	-1,5	-1,5	
Investimento direto no país - % PIB	4,1	3,7	3,0	2,8	4,8	3,8	3,8	3,2	3,2	
Reservas internacionais - USD bi	387	367	356	362	325	330	330	340	340	
Finanças Públicas										
Resultado primário - % do PIB	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,3	-1,0	-1,2	-0,8	-1,0	
Resultado nominal - % do PIB	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-7,7	-8,4	-7,3	-7,7	
Dívida bruta - % PIB	75,3	74,4	86,9	78,3	72,9	75,4	76,0	78,3	79,3	
Dívida pública líquida - % do PIB	52,8	54,7	61,4	55,8	57,1	61,1	61,6	64,3	64,9	

Fonte: IBGE, FGV, BCB e Itaú

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

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
 Nossos relatórios no seu celular.
 Baixe agora na App Store ou no 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 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 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.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.