

Desinflação avança, mas incertezas dificultam aceleração dos cortes

- ▶ Os riscos fiscais voltaram a aumentar com as discussões sobre uma mudança precoce da meta de resultado primário do ano que vem. Caso implementada, a mudança traria um dano de credibilidade à estratégia de ajuste fiscal do governo. Mantemos, por ora, nossa expectativa de déficits primários de 1,0% do PIB em 2023 e de 1,2% do PIB em 2024 (0,8% do PIB excluindo o efeito de pagamento de precatórios) e dívida bruta em 75% e 78% do PIB para esses anos.
- ▶ Dólar forte no mundo e diferencial de juros menor pressionam a dinâmica do câmbio, mas há atenuantes domésticos. Mantemos a nossa projeção de câmbio em R\$ 5,00 por dólar em 2023 e R\$ 5,25 por dólar em 2024. Reduzimos a nossa expectativa para o déficit em conta corrente deste ano para US\$ 30 bilhões, tendo em vista o bom desempenho da balança comercial no ano.
- ▶ Mantemos nossa projeção de crescimento do PIB para 2023 em 2,9% e, para 2024, em 1,8%. A desaceleração da atividade no segundo semestre do ano, combinada com menor contribuição do setor agropecuário, deve ter levado a um recuo do PIB no 3T23. Para a taxa de desemprego, mantemos projeções de 8% para 2023 e 2024.
- ▶ Revisamos nossa projeção de inflação para 2023 para 4,6% (de 4,9%), incorporando surpresas de curto prazo e o corte de preço da gasolina anunciado pela Petrobras em outubro. Para 2024, revisamos nossa projeção de 4,1% para 4,0%. A trajetória mais benigna de serviços e industriais subjacentes mais que compensou o impacto do aumento do ICMS de combustíveis esperado para o próximo ano.
- ▶ Com base na comunicação recente do Copom, nos desafios presentes no ambiente internacional e no aumento recente de incerteza sobre o cenário de consolidação fiscal, passamos a esperar redução menor da taxa Selic, para 11,75% a.a. (antes 11,50%) no fim de 2023, e 9,50% (antes 9,00%) ao final do ciclo, em 2024.

Riscos fiscais aumentaram com discussão de mudança de meta de primário em 2024

Esperamos déficit primário de 1,0% do PIB (R\$ 110 bilhões) em 2023. A agenda de receitas vindas da renegociação de débitos tributários e da redução das deduções de tributos federais tem decepcionado na margem, mas tem sido compensada por um aumento de gastos ligeiramente menor do que o permitido no Orçamento.

Para 2024, esperamos, por ora, déficit de 1,2% do PIB (R\$ 135 bilhões) e de 0,8% do PIB excluindo os efeitos da nossa expectativa de pagamento antecipado de precatórios.

Uma eventual mudança precoce da meta de resultado primário zero traria um dano de credibilidade ao arcabouço fiscal e à estratégia de ajuste fiscal do governo. Primordialmente, essa mudança diminuiria a chance de aprovação e

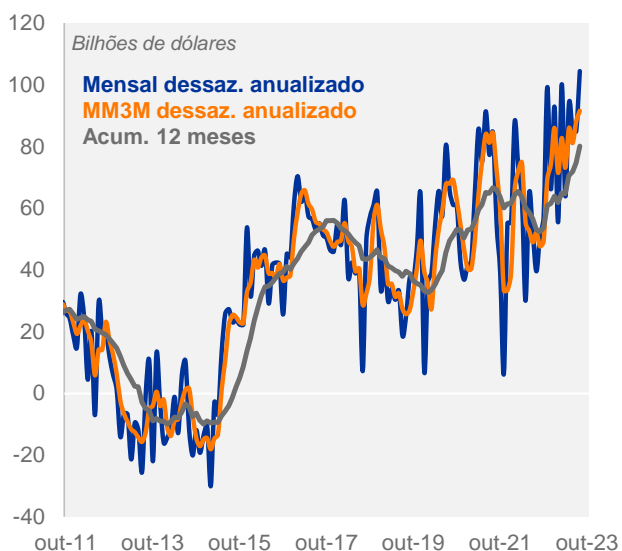
implementação do 1,0% do PIB de medidas de recomposição de receitas que consideramos atualmente em nosso cenário, em particular a de regulamentação das subvenções de ICMS na base do IRPJ e da CSLL (com impacto estimado de 0,3% do PIB). Além disso, a alteração aumentaria o risco de medidas de renúncia de receita serem colocadas em prática, como a redução da alíquota de contribuição previdenciária de municípios (0,1% do PIB). Por fim, a própria lei do arcabouço, em consonância com o regime de meta de resultado primário, estabelece o contingenciamento como prática adequada, em caso de frustração de receitas. A mudança, se confirmada, implicaria um ajuste ainda mais dependente do aumento de receitas, em um país de carga tributária já elevada e vindo de aumento relevante de gastos no último ano após a aprovação da PEC da Transição (EC 126/22).

A mudança da meta poderia interromper o cenário de melhora gradual do resultado primário (excluindo o acerto com precatórios) e reforçaria os riscos de uma perspectiva de alta mais acelerada da dívida pública à frente. Projetamos aumento da dívida bruta de 73% para 75% do PIB entre 2022 e 2023, e para 78% do PIB em 2024.

Dólar global e diferencial de juros menor pressionam a dinâmica do câmbio, mas ainda há atenuantes domésticos

Mantemos a nossa projeção de taxa de câmbio em R\$ 5,00 por dólar em 2023 e de R\$ 5,25 por dólar em 2024. Dólar forte globalmente e menor diferencial de juros, com cortes na taxa Selic projetados até o final do ano que vem, devem pressionar a moeda. Apesar do viés de depreciação, principalmente via o componente global, mantemos a avaliação de que existem atenuantes para a dinâmica do câmbio. Do lado doméstico, o prêmio de risco segue próximo das mínimas registradas no pós-pandemia e o fluxo de dólares segue positivo, principalmente com o bom desempenho da balança comercial, puxado por exportações mais fortes e fluxo de investimentos estrangeiros.

Balança comercial segue em ritmo forte



Fonte: MDIC, Itaú

A balança comercial segue como principal destaque positivo no desempenho das contas externas, com a leitura de outubro na margem, com dados dessazonalizados e anualizados, rodando perto de US\$ 100 bilhões. O ritmo forte se

dá acima do padrão sazonal para a época e deriva do bom desempenho do volume de exportação de grãos e petróleo este ano. Com isso, revisamos o superávit esperado para a balança comercial para US\$ 90 bilhões em 2023, ante US\$ 80 bilhões anteriormente. Com a melhora na balança, passamos a esperar um déficit de US\$ 30 bilhões na conta corrente este ano, de US\$ 40 bilhões. Para 2024, mantemos a expectativa de déficit em US\$ 38 bilhões.

Economia dá sinais de desaceleração no 2º semestre

A atividade econômica mostra sinais de desaceleração no terceiro trimestre. Dados mensais do setor de serviços e, principalmente, do varejo, indicam que a economia perdeu tração na segunda metade do ano, depois do forte desempenho observado no primeiro semestre.

Projetamos queda de 0,2% na margem, com ajuste sazonal, no PIB 3T23. Esperamos que o PIB excluindo o setor agropecuário desacelere para alta de 0,2% na mesma métrica, ante 1,0% no 2T23. Isso, combinado à contribuição negativa do PIB agropecuário, resulta em contração da economia no 3T23.

Nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) continua mostrando desaceleração dos gastos com bens e serviços. Dados preliminares colocam um viés negativo para a nossa projeção de crescimento de 0,2% no PIB do 4T23.

Apesar disso, mantemos nossa projeção de crescimento do PIB de 2023 em 2,9%. Vale lembrar que a divulgação do PIB do terceiro trimestre é acompanhada da revisão dos dados anteriores, o que pode contrabalancear o viés negativo que temos para o 4T23.

Para 2024, projetamos crescimento de 1,8%. A continuidade do processo de redução da taxa de juros e a resiliência da renda disponível devem ajudar a economia a crescer perto do seu ritmo potencial (projetamos crescimento trimestral de 0,4% na margem com ajuste sazonal).

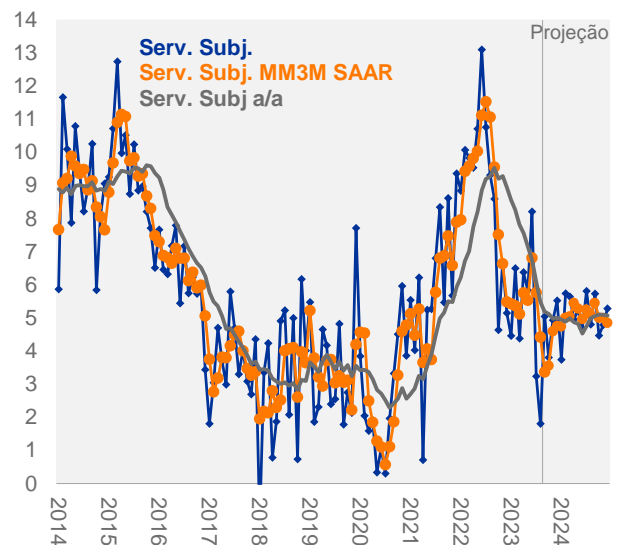
Por fim, para a taxa de desemprego, mantemos nossa projeção de 8,0% para 2023 e 2024. Dados de curto prazo continuam mostrando um mercado de trabalho resiliente, com o Caged apontando para uma criação líquida mensal perto de 90 mil (nossa dessazonalização), e a taxa de desemprego em 7,7%.

Revisamos para baixo nossas projeções de inflação em 2023 e 2024

Revisamos de 4,9% para 4,6% a nossa projeção para o IPCA de 2023. Incorporamos surpresas baixistas de curto prazo, assim como o corte de preços da gasolina na refinaria anunciado pela Petrobras em outubro. Os riscos para nossa projeção de 2023 são simétricos. Do lado baixista, vemos espaço para um novo corte de preços da gasolina. Do lado altista, caso o fenômeno climático *El Niño* afete significativamente o volume de chuvas na Região Sul do país, a inflação dos preços de produtos *in natura* pode ser mais intensa nos últimos meses do ano.

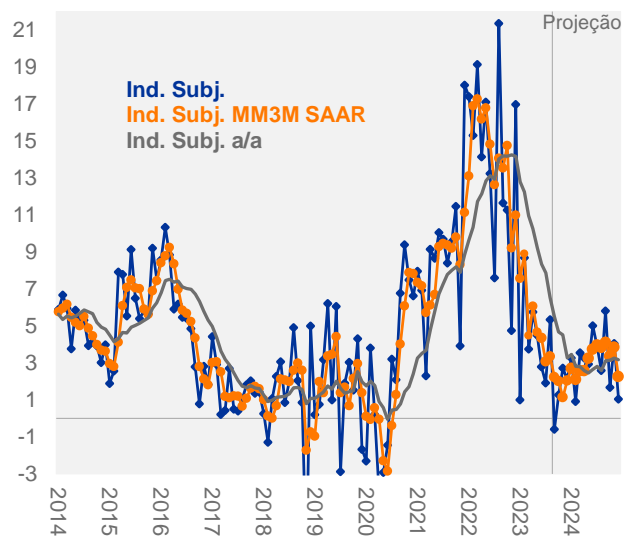
Para 2024, revisamos nossa projeção para 4,0%, de 4,1%, com composição benigna. Incorporamos menor impacto inercial da inflação deste ano, principalmente via ajuste na trajetória de índices de serviços e industriais subjacentes, em linha com a dinâmica favorável que os núcleos têm apresentado. Por outro lado, incorporamos impacto altista do aumento de ICMS sobre combustíveis, assim como o impacto do aumento do abate de fêmeas bovinas sobre preços de proteínas. O balanço de risco para 2024 é assimétrico para baixo: a manutenção do nível atual dos estoques, eventuais compensações que reduzam os reajustes de energia elétrica (como aportes na CDE, por exemplo) e uma dinâmica ainda mais benigna para inflação de serviços são os riscos baixistas para nossa projeção. Por outro lado, uma depreciação adicional do câmbio é um risco altista para 2024.

Desinflação avançando com dinâmica mais benigna da inflação de serviços...



Fonte: IBGE, BBG, Itaú

...e industriais subjacentes



Fonte: IBGE, BBG, Itaú

Política monetária: ambiente turbulento impõe maior cautela

Em sua decisão do dia 1 de novembro, o Copom optou por reduzir a taxa de juros em 50 p.b., como esperado, e sinalizou manutenção do ritmo de corte nas próximas reuniões. Em uma reunião que ocorreu em meio a um ambiente turbulento, a comunicação trouxe uma série de acenos na direção de um menor orçamento de cortes de juros. Além de destacarem o cenário internacional particularmente incerto, as autoridades chamaram atenção para a re-

ancoragem apenas parcial das expectativas de inflação, e enfatizaram que a magnitude total do ciclo de flexibilização dependerá de melhora das perspectivas para a inflação. Tais mensagens, aliadas a um aumento relativamente inesperado da projeção de inflação para 2025 (de 3,1% para 3,2%), denotam desconforto com as expectativas de mercado para o nível terminal de juros.

Após o comunicado, passamos a esperar redução de 50 p.b. da taxa básica de juros na próxima reunião, em dezembro (anteriormente, projetávamos aceleração para 75 p.b.), com base na comunicação descrita acima, nos desafios presentes no ambiente internacional e no aumento recente de incerteza sobre o cenário fiscal, que também devem resultar em uma taxa básica de juros maior, quando concluído o processo de flexibilização monetária.

Com isso, ajustamos após o comunicado nossas projeções para a taxa Selic para 11,75% a.a. (de 11,50%) no fim de 2023, e para 9,50% (de 9,00%) ao final do ciclo, em 2024.

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	2,9	2,9	1,8	1,8
PIB nominal - BRL bi	7.004	7.389	7.610	8.899	9.915	10.680	10.683	11.419	11.421
PIB nominal - USD bi	1.916	1.872	1.475	1.649	1.920	2.129	2.135	2.224	2.224
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	9.843	9.872	10.215	10.217
Taxa de Desemprego - média anual (*)	12,4	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	8,0	8,0	8,0
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	12,3	11,7	14,8	11,7	8,5	8,0	8,0	8,0	8,0
Inflação									
IPCA - %	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	4,6	4,9	4,0	4,1
IGP-M - %	7,5	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,9	-3,9	3,7	3,4
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	11,50	9,50	9,00
Balanco de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	3,88	4,03	5,19	5,57	5,28	5,00	5,00	5,25	5,25
BRL / USD - média anual	3,66	3,95	5,16	5,40	5,17	5,00	5,00	5,14	5,14
Balança comercial - USD bi	47	35	50	61	62	90	80	60	60
Conta corrente - % PIB	-2,9	-3,6	-1,9	-2,8	-2,8	-1,5	-2,0	-1,7	-1,7
Investimento direto no país - % PIB	4,1	3,7	3,0	2,8	4,8	3,3	3,3	3,1	3,1
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	-1,0	-1,2	-1,2
Resultado nominal - % do PIB	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-7,7	-7,6	-7,8	-7,5
Dívida bruta - % PIB	75,3	74,4	86,9	78,3	72,9	75,2	75,1	78,3	78,0
Dívida pública líquida - % do PIB	52,8	54,7	61,4	55,8	57,1	61,3	61,2	64,6	64,3

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.

(***) Após a última reunião do Copom, havíamos revisado a nossa expectativa da Selic no final do ano para 11,75%, comparada a projeção de 11,50%, e para 9,50% de 9,00% em 2024, publicada na última revisão de cenário, em outubro.

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.