

Cenário macro - Brasil

16 de dezembro de 2022



2023: Mais expansão fiscal, menos espaço para corte de juros

- ▶ A chamada PEC da Transição implica um aumento significativo no gasto público em 2023, elevando o risco de uma trajetória de alta relevante da dívida pública, que pode levar a um novo ciclo de crescimento baixo, inflação e juros altos. Estimamos superávit primário de 1,1% do PIB em 2022, déficit primário de 1,9% em 2023 (anteriormente: déficit de 1,5% do PIB) e dívida bruta em 73% e 77% do PIB, respectivamente.
- ▶ O crescimento da atividade econômica deve continuar desacelerando no próximo trimestre e no ano que vem. Esperamos que o PIB avance 0,1% no 4T22, fechando o ano em 3,0%. Para 2023, revisamos o crescimento para 0,9% (de 0,7%), diante da expectativa de mais estímulos fiscais e da melhora na perspectiva da safra agrícola. Apesar de alguns sinais de desaceleração, dados recentes do mercado de trabalho continuam surpreendendo positivamente. Com isso, revisamos nossas projeções da taxa de desemprego para 8,2% (de 8,6%) em 2022 e para 8,5% (de 9,3%) em 2023.
- ▶ Mantivemos as nossas projeções de taxa de câmbio em R\$ 5,25 por dólar ao final de 2022 e em R\$ 5,50 por dólar ao final de 2023. Ressaltamos que, ainda que o cenário externo se mostre mais benigno, um nível de prêmio de risco local elevado pode impactar a possibilidade de apreciação adicional da moeda.
- ▶ Reduzimos a nossa projeção de IPCA em 2022 para 5,6% (de 5,8%), mas elevamos a projeção de 2023 para 5,7% (de 5,0%), incorporando a volta total de PIS/Cofins sobre a gasolina e uma desinflação mais lenta de serviços com ganhos de salário real (em razão da dinâmica mais apertada de mercado de trabalho), apenas parcialmente compensados por uma desinflação maior de bens.
- ▶ Com inflação mais alta no horizonte relevante, o espaço para cortes de juros ao longo do próximo ano será menor. Esperamos cortes apenas no último trimestre de 2023, para 12,50% (antes, 11,00%).
- ▶ **O que esperar de 2024?** A manutenção do equilíbrio fiscal continuará sendo um desafio relevante. Incorporamos nas nossas projeções um aumento de 1,0 p.p. do PIB da carga tributária e, mesmo assim, a dívida pública continuará subindo (para 80% do PIB). Nesse ambiente, a taxa de juros cai, mas seguirá em dois dígitos (alcançando 10% a.a.), e o crescimento permanecerá baixo (1,0%). Para evitar tal cenário, as políticas econômicas do novo governo, além de mirar a sustentabilidade fiscal, devem evitar retrocessos (tais como o aumento do crédito subsidiado que prejudique a expansão do mercado de capitais, e reversão, mesmo que parcial, de reformas estruturais, como a trabalhista e da Previdência) e focar em reformas tributária e administrativa de qualidade, além de avançar na elaboração e implementação de acordos comerciais (inicialmente com a União Europeia).

Fiscal: com gastos maiores, risco de elevação contínua da dívida aumenta

Considerando a PEC da Transição (PEC 32/22), pioramos nossa estimativa de déficit primário de 2023 de 1,5% para 1,9% do PIB (R\$ 200 bilhões), vindo de um superávit de 1,1% do PIB em 2022 (R\$ 115 bilhões). A proposta aprovada tem um impacto de, ao menos, R\$ 168 bilhões (1,6% do PIB), frente a nossa expectativa anterior de cerca de R\$ 100 bilhões (0,9% do PIB). Além disso, para evitar um déficit ainda mais elevado, passamos a considerar que o governo federal acabará com a

desoneração de tributos sobre a gasolina a partir de abril, adicionando cerca de R\$ 30 bilhões (0,3% do PIB) às receitas.

Para 2024, esperamos déficit primário de 1,0% do PIB (R\$ 117 bilhões), mesmo com um aumento de 1,0 p.p. do PIB da carga tributária. Do lado da despesa, assumimos que o novo governo implementará uma regra fiscal que mantenha o gasto constante como proporção do produto e que, do lado da receita, aprovará aumentos de arrecadação com a tributação de lucros e dividendos, revisão parcial de desonerações e aumentos de alíquotas de imposto

corporativos, provavelmente com foco nos setores financeiro e ligados a commodities.

Acreditamos que o mero aumento de gastos, sem levar em conta a trajetória e nível do endividamento público em uma economia emergente de crescimento baixo, juros e carga tributária elevados, é preocupante. Em particular, esperamos que a dívida pública bruta suba de 73% para 77% do PIB entre 2022 e 2023, e para 80% do PIB em 2024.

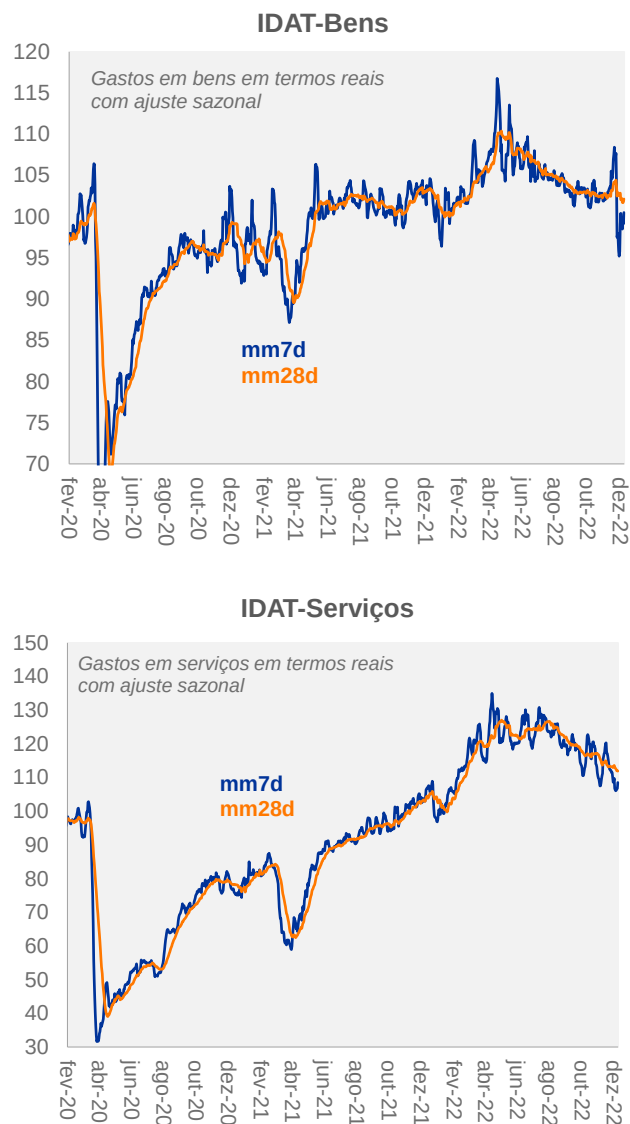
O equilíbrio fiscal não é incompatível com a responsabilidade social – pelo contrário, é condição necessária para ganhos sociais sustentáveis. O risco de uma trajetória de alta relevante da dívida pública pode levar a um novo ciclo de crescimento baixo e inflação e juros altos, prejudicando principalmente aqueles que o Estado deveria mais proteger. Para evitar esse cenário, do lado da despesa, há espaço para economias significativas com uma reforma administrativa, com privatizações de estatais dependentes e focalização de benefícios sociais, enquanto, do lado da receita, é possível obter ganhos de eficiência com a redução de desonerações e isenções, além de melhorar o perfil de tributação na direção de maior progressividade. Por fim, será importante que a política econômica evite retrocessos, como o retorno de juros subsidiados, que reduziria a potência da política monetária, e revogações das reformas da Previdência e das leis trabalhistas.

Atividade deve perder força nos próximos trimestres

O PIB cresceu 0,4% no 3T22 (com ajuste sazonal), desacelerando frente à expansão de 1,0% no 2T22. Do lado da oferta, mais uma vez, a principal contribuição veio do setor de serviços. A indústria também contribuiu positivamente, enquanto o setor agropecuário registrou queda no período. Pelo lado da demanda, consumo e investimento cresceram, mas em ritmo menor do que no 2T22.

O crescimento da atividade econômica deve continuar perdendo força neste 4T22. Nossa expectativa é de que o PIB cresça 0,1% na margem com ajuste sazonal. Nosso indicador diário de atividade (IDAT-Atividade) indica que o consumo de serviços perdeu força nos meses de outubro e novembro. Com isso, esperamos avanço de 3,0% do PIB em 2022.

IDAT-Atividade indica perda de dinamismo da atividade econômica no final do ano



O ritmo de crescimento fraco deve se manter no próximo ano: esperamos alta de 0,9% no PIB de 2023 (ante 0,7% no cenário anterior). Apesar dos maiores estímulos fiscais e da melhora na perspectiva da safra do próximo ano¹, aumentamos apenas marginalmente a nossa projeção devido aos juros médios mais elevados ao longo do próximo ano.

Para 2024, a manutenção da taxa Selic em dois dígitos deve seguir como um limitador de crescimento. Projetamos crescimento de 1,0%.

¹ Divulgada pelo IBGE no segundo prognóstico de safra para 2023.

O mercado de trabalho continua surpreendendo positivamente. A taxa de desemprego recuou para 8,3% (de 8,7%) com ajuste sazonal. Com isso, revisamos nossa projeção de desemprego para 8,2% este ano e para 8,5% em 2023. Apesar disso, vale destacar que o mercado de trabalho já começa a apresentar alguns sinais de desaceleração. Pelo segundo mês consecutivo, a queda do desemprego foi resultado da diminuição da População Economicamente Ativa (PEA), já que a população ocupada (PO) também recuou. A PO informal manteve a tendência de queda, enquanto a formal ainda mostra crescimento, mas em ritmo menor do que o verificado em meados do ano.

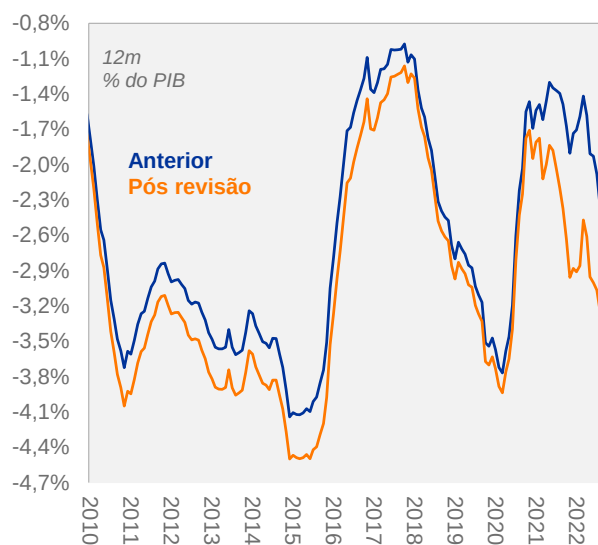
Risco local demanda cautelosa, apesar de melhora no humor global

Mantivemos as nossas projeções de taxa de câmbio em R\$ 5,25 por dólar ao final de 2022 e em R\$ 5,50 por dólar ao final de 2023. Projetamos R\$ 5,60 por dólar em 2024. O cenário incorpora um ambiente externo mais benigno, com dólar fazendo pico próximo dos níveis atuais, sem apreciação adicional, como anteriormente esperado. Embora tenhamos observado alguma melhora no quadro internacional, mantemos a projeção tendo em vista a piora observada até agora no prêmio de risco local, capturada via aumento da volatilidade da moeda, alta da inflação implícita e performance da bolsa local comparada aos pares. Variações adicionais no prêmio de risco, derivadas, por exemplo, de uma piora do equilíbrio fiscal, podem levar a uma depreciação além da considerada para o próximo ano no nosso cenário base.

Atualizamos as projeções de contas externas incorporando a revisão das despesas de transportes e fretes feita pelo Banco Central. Na revisão dos dados do mês de novembro, o Banco Central (BC) trouxe aperfeiçoamento da captura dos dados de transporte no balanço de pagamentos, passando a considerar nova base de dados da Secretaria de Comércio Exterior (Secex), que captura informações específicas sobre produto, destino, custo de combustível, entre outros (base anterior considerava apenas um percentual fixo dos contratos de câmbio). A nova base de dados elevou substancialmente o déficit em conta corrente acumulado em 12 meses, para US\$ 61,7 bilhões (3,3% do PIB), de US\$ 46,2 bilhões (2,6% do PIB).

Com isso, revisamos a projeção do déficit em conta corrente para US\$ 57 bilhões, equivalente a 3,0% do PIB em 2022 (ante US\$ 50 bilhões, 2,6% do PIB). Apesar da piora na conta de transportes (para US\$ 20 bilhões em 2022, ante US\$ 9 bilhões), a balança comercial segue forte na margem, com exportações em patamar elevado, enquanto as importações estão mostrando perda de força, especialmente o *quantum*, já mostrando efeitos da desaceleração da economia (revisamos o superávit comercial capturado pelo Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços - MDIC - para US\$ 62 bilhões em 2022, ante US\$ 57 bilhões). Para 2023, revisamos o déficit em conta corrente para US\$ 46 bilhões (ante US\$ 34 bilhões). Apesar da revisão histórica da série, a situação das contas externas segue, por ora, em patamar relativamente confortável, com ingresso de investimento estrangeiro próximo do déficit em conta corrente observado. Para 2024, projetamos déficit de US\$ 40 bilhões.

Piora da conta corrente com revisão da série de despesas com transporte



Fonte: BCB, Itaú

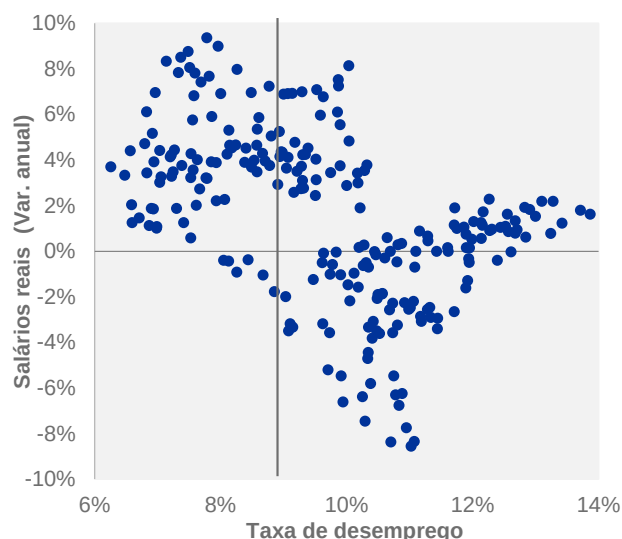
Inflação maior em 2023, com impostos e mercado de trabalho mais apertado

Restando apenas a leitura de dezembro, reduzimos a nossa projeção do IPCA de 2022 para 5,6% (de 5,8%). Incorporamos o corte recente de preços de gasolina na refinaria de 6%, bem como a surpresa baixista da divulgação do IPCA de novembro.

Mas elevamos a nossa projeção do IPCA 2023 para 5,7%, de 5,0%. A revisão se deu basicamente em gasolina, com expectativa de volta da cobrança total (R\$ 0,69/L) de PIS/Cofins no próximo ano, e em serviços, com taxa de desemprego abaixo da neutra e que implica

ganhos de salário real. Tal revisão altista foi apenas parcialmente compensada por uma desinflação mais intensa de bens, resultante da queda de preços de commodities metálicas em reais ao longo deste ano, normalização das cadeias produtivas e do nível de utilização da capacidade instalada. A nossa projeção para preços administrados em 2023 indica alta perto de 8%. A inflação de preços livres deve seguir próximo de 5% para o ano. Entre as aberturas, esperamos alta em torno de 3% em alimentos e em industriais, e de 7% em serviços. Além do impacto direto da volta de outros impostos (como o ICMS), avaliamos que existe ainda o risco adicional altista de uma piora da trajetória de gastos do governo, via aumento do prêmio de risco e consequente depreciação adicional do real.

Desemprego abaixo de 9% é compatível com aumento de salários reais, dificultando a desinflação de serviços



Fonte: BCB, Itaú

Aumentamos a nossa projeção de inflação em 2024 para 3,7%, de 3,5%. A revisão se deu com impacto altista via inércia maior do ano anterior e mercado de trabalho mais apertado (projetamos desemprego próximo de 9% no ano). Por outro lado, a taxa Selic média mais elevada (em 2023, revista para 12,50%, de 11%) compensa parcialmente o efeito altista da inércia e hiato. Os riscos nesse horizonte, no entanto, também são na direção altista, em especial via deterioração do cenário de equilíbrio fiscal e seu potencial efeito na ancoragem das expectativas de inflação.

Política monetária: menos espaço para cortes de juros

Em sua reunião de 6 e 7 de dezembro, o Copom decidiu manter a taxa Selic inalterada em 13,75% a.a., como amplamente esperado, mas ajustou sua comunicação para refletir o aumento do risco fiscal. Apesar de ter mantido a avaliação de um balanço simétrico de riscos (o que sugere que não tende a mudar a postura de política monetária no curto prazo), o comitê destacou que a incerteza atual exige uma avaliação serena dos passos futuros da política fiscal – com ênfase nos impactos da incerteza fiscal sobre os preços e nas expectativas de inflação.

A ata da reunião colocou particular importância sobre a evolução das expectativas de inflação para 2024. O comitê notou, com preocupação, que apesar da mediana reportada na pesquisa Focus ter se mantido estável, a média das projeções de mercado se deslocou para cima. Na nossa visão, não é improvável que tais projeções continuem a subir (como ocorreu com a nossa) ao longo das próximas semanas – algo que pode, eventualmente, afetar a disposição do comitê de manter a estratégia de juros estáveis por período prolongado.

Acompanhando o progresso da PEC da Transição, passamos a avaliar que o espaço para cortes de juros em 2023 será menor. O texto atual prevê uma licença para gastos significativamente acima do que esperávamos anteriormente, o que significa maior impulso para a atividade econômica (fator que atua na direção contrária ao objetivo de contenção da inflação), maior risco e eventual pressão sobre as expectativas mais longas de inflação.

Revisamos nossa projeção para a taxa Selic ao final de 2023 de 11,00% para 12,50% a.a. Tal mudança reflete a expectativa de que os cortes de juros comecem mais tardiamente (apenas no 4T23) dada a expansão fiscal maior do que era esperado. Acreditamos que o ciclo de corte se estenderá para 2024 (projetamos juros em 10,00% ao final do ano), mas o ritmo e magnitude de redução serão altamente dependentes das escolhas fiscais que serão definidas à frente.

Brasil | Dados e projeções

	2018	2019	2020	2021	2022P		2023P		2024P
					Atual	Anterior	Atual	Anterior	Atual
Atividade Econômica									
Crescimento real do PIB - %	1,8	1,2	-3,3	5,0	3,0	2,8	0,9	0,7	1,0
PIB nominal - BRL bi	7.004	7.389	7.610	8.899	10.038	9.939	10.797	10.655	11.522
PIB nominal - USD bi	1.916	1.872	1.475	1.649	1.943	1.930	2.005	1.978	2.075
População (milhões de hab.)	208,5	210,1	211,8	213,3	214,8	214,8	216,3	216,3	217,7
PIB per capita - USD	9.189	8.910	6.964	7.731	9.046	8.984	9.270	9.147	9.530
Taxa de Desemprego - média anual (*)	12,4	12,0	13,8	13,2	9,2	9,3	8,4	9,1	9,0
Taxa de Desemprego - fim do ano (*)	12,4	11,7	14,9	11,8	8,2	8,6	8,5	9,3	8,7
Inflação									
IPCA - %	3,7	4,3	4,5	10,1	5,6	5,8	5,7	5,0	3,7
IGP-M - %	7,5	7,3	23,1	17,8	5,4	5,4	4,1	4,1	3,7
Taxa de Juros									
Selic - final do ano - %	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	13,75	12,50	11,00	10,00
Balanço de Pagamentos									
BRL / USD - final de período	3,88	4,03	5,19	5,57	5,25	5,25	5,50	5,50	5,60
BRL / USD - média anual	3,66	3,95	5,16	5,40	5,17	5,15	5,39	5,39	5,55
Balança comercial - USD bi	47	35	50	61	62	57	61	61	58
Conta corrente - % PIB	-2,9	-3,6	-1,9	-2,8	-3,0	-2,6	-2,3	-1,7	-1,9
Investimento direto no país - % PIB	4,1	3,7	3,0	2,8	4,1	3,6	4,0	3,0	3,4
Reservas internacionais - USD bi	387	367	356	362	330	330	330	330	340
Finanças Públicas									
Resultado primário - % do PIB	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,1	1,1	-1,9	-1,5	-1,0
Resultado nominal - % do PIB	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-5,2	-5,5	-9,0	-8,8	-7,5
Dívida bruta - % PIB	75,3	74,4	86,9	78,3	73,3	74,3	77,3	78,2	80,1
Dívida pública líquida - % do PIB	52,8	54,7	61,4	55,8	55,5	56,4	60,0	60,8	63,5

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-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 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.itaui.com.br/atendimento-itaui-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.