

# RESUMO ECONÔMICO MENSAL

- O cenário no âmbito externo continuou se deteriorando, aumentando a incerteza de seus impactos para o Brasil. Em destaque, esperamos que o Fed promova mais uma elevação de juros em novembro.
- O câmbio continuou se depreciando em setembro, fechando o mês cotado em R\$ 5,01/US\$ em relação ao fechamento de agosto. Acreditamos que, tanto por vetores externos quanto internos, tal movimento continuará, levando o câmbio a encerrar em R\$ 5,10/US\$ ao fim de 2023.
- Os dados da atividade de julho e de emprego de agosto mostram a atividade ainda forte no 3º tri. Com isso, o PIB deve crescer 0,1% t/t. À frente, mantemos a nossa projeção de desaceleração da atividade, de forma que o PIB deve crescer 3,1% em 2023 e 1,5% em 2024.
- O panorama básico para a inflação continua incerto, mas sem grandes mudanças ao longo do último mês. Assim, mantemos a projeção de IPCA em 4,9% em 2023. Diante da incerteza, o cenário continua demandando cautela do Copom, que deve levar a Selic até 11,75% a.a. ao fim do ano.
- O crescimento do PIB vem surpreendendo nos últimos trimestres e pelo menos 3 fatores são candidatos para explicar esse movimento. Saber qual deles é preponderante tem implicações para a política monetária.



SELIC		
Set-23	2023	2024
12,75%	11,75%	9,0%



PIB		
2022	2023	2024
2,9%	3,1%	1,5%



IPCA		
Ago-23	2023	2024
4,6%	4,9%	3,7%



Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Set-23	2023	2024
5,01	5,10	5,20

## Economia internacional

O mês de setembro foi marcado por um aumento da incerteza na cena externa. A começar pela materialização dos impactos da forte valorização do petróleo desde julho (+23,1%). A divulgação da inflação ao consumidor (CPI) de agosto dos EUA (0,6% m/m) contou com a expressiva elevação (10,6% m/m) nos preços da gasolina, os quais responderam por mais da metade desse avanço no mês. Com isso, nos últimos 12 meses, o CPI saltou de 3,2% para 3,7%. O núcleo de inflação, por sua vez, continuou desacelerando na comparação anual, de 4,7% para 4,3%, ainda marcada pela desinflação forte em bens e lenta em serviços. No entanto, caso o preço do petróleo continue avançando, há riscos dessa desinflação do núcleo perder tração.

O banco central dos EUA (Fed), diante da dificuldade de trazer a inflação para a meta de 2%, manteve as *fed funds* no intervalo de 5,25% - 5,50% na reunião de setembro, conforme esperado, bem como não emitiu qualquer sinal de encerramento do ciclo de alta. Jerome Powell, presidente do Fed, disse ver a inflação ainda resiliente e a atividade econômica mais forte que o esperado, apesar de reconhecer que já existem sinais de afrouxamento no mercado de trabalho. Por isso, reforçou que as próximas decisões continuarão dependentes dos dados e que o Comitê está preparado para elevar os juros novamente, se necessário. Essa possibilidade teve o endosso das suas projeções trimestrais, que mostraram uma revisão altista considerável tanto para o PIB de 2023 e 2024, quanto para a taxa de juros em 2024 e 2025 (ver Tabela). Além disso, o Comitê manteve a projeção de juros em 5,6% para 2023, o que corresponde a mais uma alta de juros neste ano. Assim, em nossa leitura, o desempenho positivo da atividade dá certa segurança para o Fed manter o discurso combativo à inflação. Tendo em vista a resiliência da atividade por lá, vemos mais uma elevação de 0,25 p.p. nas *fed funds* até o fim de 2023, em novembro, mas com início dos cortes somente no segundo semestre de 2024.

Projeções Trimestrais - Fed

	2023	2024	2025	Longo Prazo
<b>PIB real*</b>				
junho	1,0	1,1	1,8	1,8
setembro	2,1	1,5	1,8	1,8
<b>Inflação (PCE)*</b>				
junho	3,2	2,5	2,1	2,0
setembro	3,3	2,5	2,2	2,0
<b>Núcleo de Inflação (PCE)*</b>				
junho	3,9	2,6	2,2	-
setembro	3,7	2,6	2,3	-
<b>Taxa de desemprego (%)</b>				
junho	4,1	4,5	4,5	4,0
setembro	3,8	4,1	4,1	4,0
<b>Taxa básica de juros (% a.a.)</b>				
junho	5,6	4,6	3,4	2,5
setembro	5,6	5,1	3,9	2,5

Fonte: Federal Reserve.

Outros bancos centrais desenvolvidos, no entanto, têm sinalizado que não devem promover novas elevações nos juros. O Banco Central Europeu aumentou sua taxa básica de juros em 0,25 p.p., para 4,0% a.a., enquanto o Banco da Inglaterra manteve os juros em 5,25% a.a.. Mesmo com o fim das altas, a perspectiva ainda é de taxas de juros elevadas por um longo período lá fora.

## Taxa de câmbio

No último mês, acompanhamos a prevista depreciação do Real continuar. Após o avanço de agosto, o câmbio seguiu em alta em setembro, fechando o mês cotado em R\$ 5,01/US\$, uma alta mensal de 1,7%. Como de costume, muitos foram os fatores por trás desse movimento. Ao longo de setembro, observamos um aumento na aversão ao risco na cena externa, especialmente nos EUA. Como abordamos na seção anterior, a perspectiva é de juros elevados por um longo período lá fora, o que tem pressionado bastante as taxas de juros longas. A *treasury* de 10 anos, por exemplo, escalou quase 50 pontos-base ao longo do mês, fazendo com que o DXY, o índice que mede o dólar ante uma cesta de divisas fortes, continuasse em alta, subindo 2,6% no mês. Por trás desse estresse das taxas de juros longas nos EUA não está apenas a sinalização do Fed de continuidade do aperto monetário, mas também o aumento da dívida pública norte-americana, com maior emissão e oferta de títulos, num contexto de menor demanda. O próprio Fed tem deixado vencer os títulos do seu balanço, enquanto eventos geopolíticos tem afastado antigos compradores, como a China. Nesse contexto, os investidores tem exigido uma taxa mais elevada.

É importante recordarmos que a taxa de juros norte-americana é a base do custo financeiro global, de forma que, se ela aperta, as condições financeiras globais também se apertam. Isso pode ser visto pela piora nas medidas de risco dos países emergentes, como o CDS, que no caso brasileiro, subiu mais de 20 pontos-base em setembro. Isso também ajuda a explicar os fatores domésticos para a depreciação do câmbio, mas não só isso. Parte dessa piora doméstica também responde aos eventos internos, como a continuidade do corte da Selic pelo BCB, o que diminuiu o diferencial de juros, e a deterioração da avaliação do mercado sobre a política fiscal. Neste último aspecto, pesou a medida proposta pelo governo para considerar os juros das despesas com precatórios como despesa financeira, e não como despesa primária, conforme a regra atual. Mesmo avaliando que a medida não o beneficiaria para o cumprimento da meta de primário nos próximos anos, a disposição do governo de mudar as regras é uma sinalização negativa, num momento de descrédito da política fiscal. Nesse balanço de riscos, externos e internos, acreditamos que a depreciação do Real continuará, de forma não linear, levando o câmbio a R\$ 5,10/US\$ ao fim de 2023.

Indicadores Selecionados (fim do mês)		Últ. Valor	Var. mês	2023
	Real/Dólar	5,01	1,7%	-4,0%
	Euro/Dólar	0,94	2,5%	1,1%
	Dollar Index - DXY (pts)	106,2	2,5%	2,6%
	Petróleo Brent (US\$/barril)	95,3	9,7%	10,9%
	CRB Commodities (US\$)	548,6	-0,8%	-1,1%
	CDS BR 5 anos (pb)	187,9	20,0	-66,5
	T-Note 2 anos (% aa, pp)	5,05	0,18	0,62
	T-Note 10 anos (% aa, pp)	4,57	0,46	0,70
	Juro DI 2 anos (% aa, pp)	10,62	0,04	-0,16
	Juro DI 10 anos (% aa, pp)	11,91	0,54	-0,80

## Atividade econômica

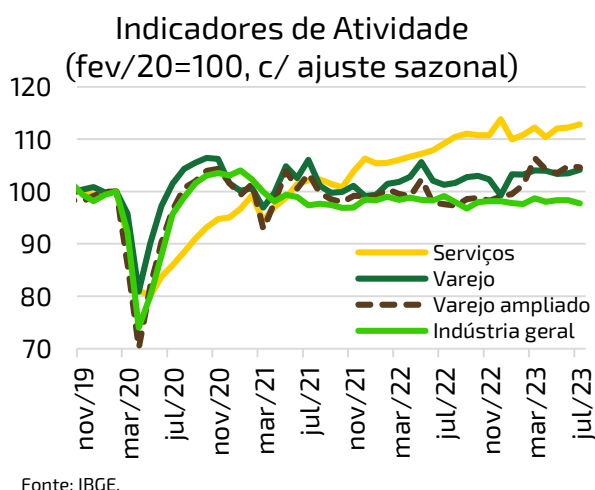
Os dados divulgados em setembro apontam para uma atividade econômica resiliente no início do 3º tri., após forte surpresa no crescimento do PIB no 2º tri.. Em julho, os setores mais dependentes da renda, como o varejo (0,7%) e os serviços (0,5%) – em especial aqueles prestados às famílias (1,0%) – expandiram-se na variação mensal, como resultado da maior renda disponível das famílias. Também observamos razoável crescimento nos transportes (0,5%), mais ligados ao forte avanço da agropecuária e da extração mineral.

Por outro lado, quando olhamos para os setores mais dependentes do crédito – e, portanto, da política monetária – vemos que os efeitos defasados da elevação de juros se manifestam com força em alguns setores da economia. Em julho, a produção industrial recuou 0,6%, com destaque para os bens de capital (-7,4%), assim como o varejo ampliado caiu 0,3%, refletindo menor demanda por bens duráveis.

Esse descasamento entre os setores pode ser consequência de um mix de política monetária contracionista com política fiscal expansionista, combinado com os efeitos de transbordamento da renda do setor externo sobre o restante da economia (ver Tópico Especial). Neste contexto, o IBC-Br avançou 0,4% m/m.

Em agosto, o mercado de trabalho continuou em expansão, com elevação da população ocupada (188 mil), queda da taxa de desemprego (-0,1 p.p.) e aumento da massa de rendimentos (0,5%) na variação mensal. Com o mercado de trabalho ainda forte, vemos os Serviços e o Consumo das famílias resilientes, o que deve contribuir para conter a desaceleração da atividade. Diante disso, revisamos a nossa projeção para o crescimento do PIB no 3º tri. para 0,1% t/t.

Contudo, até o final do ano devemos observar gradual desaceleração da atividade econômica, à medida que se esvaem os efeitos da política fiscal expansionista e o transbordamento da renda do setor externo. Com isso, projetamos crescimento de 3,1% para o final de 2023, reflexo do forte crescimento observado nos 2 primeiros trimestres deste ano (1,8% e 0,9%). Para 2024, projetamos continuidade desse movimento de desaceleração. Além do ciclo doméstico mais apertado, devemos observar considerável desaceleração na atividade econômica global, diante das taxas de juros elevadas nas economias avançadas, com consequente redução das exportações brasileiras. Com isso, mantemos a nossa projeção de crescimento de 1,5% em 2024.



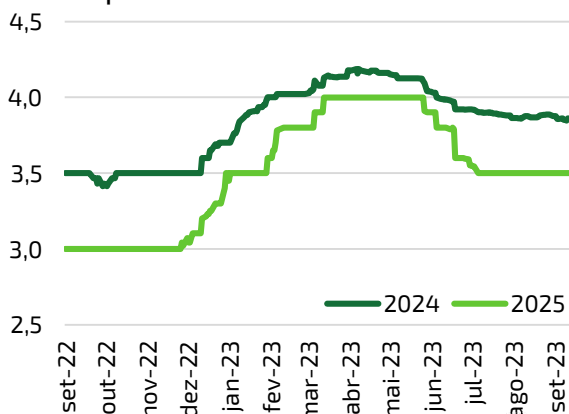
## Juros e inflação

Ao longo de setembro, o cenário básico para inflação permaneceu relativamente o mesmo. O avanço de 0,35% no IPCA-15, um pouco abaixo do esperado (0,37%), mostrou uma composição levemente pior nos núcleos, em meio a forte alta de serviços (0,54%), interrompendo o arrefecimento das últimas duas leituras. Por ora, não vemos isso com preocupação, já que não houve reversão da desinflação nos núcleos. Com a leitura, a inflação em 12 meses subiu de 4,2% para 5,0%.

À frente, é esperado que a inflação atinja seu pico em setembro (5,3%), voltando para uma trajetória descendente a partir dali, porém num ritmo mais lento. Em termos de composição, a dinâmica projetada continua sendo de uma desinflação puxada pelos preços livres, parcialmente mitigada pelo avanço nos preços monitorados. Entre os itens livres, a queda nos preços de alimentação tende a continuar, mas é preciso estar atento aos riscos altistas que o *El Niño* pode impor para os alimentos *in natura*. Não esperamos um impacto relevante e, caso houver, possivelmente se dará mais sobre a inflação de 2024. No mais, a inflação de industriais também continuará em queda, em meio à retração do crédito e esperada desaceleração da atividade, assim como a de serviços, mesmo que de forma mais resistente. Por fim, a valorização do preço do petróleo no mercado internacional, somada ao câmbio mais depreciado, continua sendo outro risco altista para inflação. Assim, mantemos a projeção para o IPCA em 2023 em 4,9%.

Para 2024, o cenário é mais incerto. Apesar de reduzirmos nossa projeção para 3,7%, ainda vemos riscos elevados, como a possibilidade de uma política fiscal expansionista e expectativas de inflação desancoradas. Tais riscos também preocupam o Copom, que tem mostrado uma postura cautelosa. Em setembro, o comitê reduziu novamente a Selic em 0,50 p.p., para 12,75% a.a., conforme havia sinalizado na reunião de agosto. Apesar disso, a avaliação predominante foi de uma maior incerteza no cenário, em meio as taxas de juros longas elevadas nos EUA e fraqueza da atividade na China, enquanto internamente, os sinais também são bem difusos, com uma resiliência na atividade e no mercado de trabalho, mesmo após a expressiva elevação da Selic, o que não dá confiança nesse estágio da desinflação. Em nossa avaliação, pesam sobre as expectativas a meta ambiciosa do governo de zerar o déficit primário em 2024, assim como a mudança de composição do Copom. Por isso, o comitê tem dito que a barra está alta para uma aceleração do ritmo de cortes, que será mantido nas próximas reuniões. Assim, mantemos nosso cenário de Selic em 11,75% a.a. em 2023, com uma aceleração nos cortes apenas em 2024, levando os juros até 9,0% a.a..

Expectativas de Mercado - IPCA



Fonte: Focus/BCB.

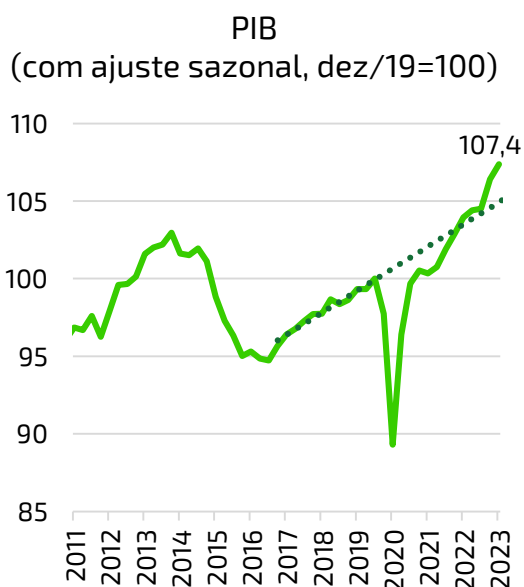
## PIB cresce acima do esperado: tendência ou ciclo?

Desde 2020, o PIB tem surpreendido positivamente. Se em 2021 e 2022 a surpresa no crescimento podia ser atribuída aos efeitos da reabertura, esse não parece ser o caso em 2023. No 1º tri. houve contribuição considerável da Agropecuária, mas no 2º tri. foram os setores cíclicos que puxaram o resultado. Como explicar essa aceleração em meio a um forte aperto monetário? Neste tópico apresentamos 3 fatores adicionais, 2 cíclicos e 1 estrutural, que podem estar se sobrepondo aos efeitos da política monetária contracionista.

1) Transbordamento da renda do setor exportador. Em 2022, após o início da guerra na Ucrânia, os preços das commodities subiram consideravelmente e se mantiveram em patamar elevado até o início de 2023. Ao mesmo tempo, o Brasil colheu uma safra recorde de soja, cuja renda certamente se espalhou para o restante da economia. O desempenho observado nos transportes, este ano, tende a ser reflexo deste movimento, devido à maior demanda para escoamento da produção, por exemplo, além de outros serviços empresariais.

2) Política fiscal expansionista. Desde 2022, com a PEC dos Benefícios Sociais, tivemos significativa expansão dos programas de transferência de renda. Em 2023, com a PEC da Transição, a despesa do governo central deve crescer 7,9% em termos reais. Além disso, o mercado de trabalho forte e a queda dos preços dos alimentos ajudam na expansão da renda disponível das famílias, explicando a maior demanda por bens de consumo não-duráveis e serviços às famílias.

3) Maior crescimento potencial. Quando analisamos o crescimento do PIB desde 2020, percebemos que ele se expande num ritmo acima do pré-pandemia. O fato de termos avanço no setor de serviços com relativa estabilidade dos preços pode indicar que essa surpresa se deve a um maior crescimento potencial. Nos últimos 6 anos, tivemos uma sequência de reformas pró-mercado, que podem estar maturando e ensejam melhor alocação de recursos. O fato de termos taxa de desemprego abaixo dos 8% sem pressão nos salários corrobora essa visão.



Fonte: IBGE.

Saber qual dos 3 fatores é preponderante tem implicações para a condução da política monetária. Se for um dos fatores cíclicos, a economia pode estar sobreaquecida, com risco de o processo de desinflação ser lento ou mesmo interrompido. Se for o crescimento potencial, devemos continuar vendo inflação caindo e crescimento mais forte. A resposta deve ficar mais clara à medida que nos aproximarmos do final do ciclo.



## Tabela de Projeções

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Atividade Econômica</b>								
PIB Nominal (R\$ bi)	6.585	7.004	7.389	7.609	8.898	9.915	10.738	11.473
PIB Nominal (US\$ bi)	2,058	1.903	1.875	1.452	1.644	1.922	2.105	2.206
Crescimento Real do PIB (%)	1,3	1,8	1,2	-3,3	5,0	2,9	3,1	1,5
Consumo das Famílias (%)	2,0	2,0	2,6	-4,6	3,7	4,3	2,8	1,6
Investimento Privado (%)	-2,6	5,2	4,0	-1,7	16,5	0,9	-2,2	1,5
Consumo do Governo (%)	-0,7	0,8	-0,5	-3,7	3,5	1,5	1,8	0,5
Exportações (%)	4,9	4,1	-2,6	-2,3	5,9	5,5	6,6	3,0
Importações (%)	6,7	7,7	1,3	-9,5	12,0	0,8	-0,1	2,8
Taxa de Desemprego c/ ajuste sazonal, Fim de Período (%)	12,5	12,3	11,7	14,8	11,7	8,5	8,0	8,1
<b>Inflação</b>								
IPCA (%)	2,9	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	4,9	3,7
IGP-M (%)	-0,5	7,5	7,3	23,1	17,8	5,5	-4,3	3,2
<b>Juros</b>								
Taxa Selic, Fim do Período (%)	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,0
Taxa Selic, Média do Período (%)	9,92	6,56	5,92	2,81	4,8	12,6	13,3	9,6
Taxa de Juros Real, Fim do Período (%)	3,98	2,73	0,18	-2,42	-0,74	7,5	6,6	5,1
<b>Taxa de Câmbio (R\$/US\$)</b>								
Taxa de Câmbio, Fim do Período	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	5,10	5,20
Taxa de Câmbio, Média do Período	3,20	3,68	3,94	5,24	5,41	5,16	5,01	5,15
<b>Setor Público</b>								
Result. Primário Gov. Central (% PIB)	-1,8	-1,7	-1,2	-9,8	-0,4	0,6	-1,0	-0,8
<b>Crédito</b>								
Saldo da Carteira de Crédito (%)	-0,1	5,0	6,8	15,7	16,4	14,0	7,3	8,5
Livres	2,1	10,7	14,6	15,4	20,4	14,1	5,7	7,9
Livres - PF (%)	5,3	10,9	17,9	10,7	23,0	17,5	9,0	8,5
Livres - PJ (%)	-1,4	10,4	10,7	21,2	17,4	10,1	1,5	7,0
Direcionados	-2,3	-0,9	-2,3	15,9	10,9	14,0	9,6	9,3
Direcionados - PF (%)	7,1	5,4	6,6	11,5	18,5	18,0	11,0	10,0
Direcionados - PJ (%)	-11,1	-8,1	-14,0	23,4	-0,1	6,9	7,0	8,0

**Disclaimer:** Esse documento foi produzido pela Gerência de Finanças Corporativas e Economia do Banco Cooperativo Sicredi S.A. e tem por objetivo fornecer informações de indicadores econômicos. Ressaltamos, no entanto, que as análises bem como as projeções contidas refletem a percepção da Gerência de Finanças Corporativas e Economia no momento em que o texto é produzido, podendo ser alteradas posteriormente. O Banco Cooperativo Sicredi S.A. não se responsabiliza por atos/decisões tomadas com base nos dados divulgados nesse relatório.