

# RESUMO ECONÔMICO MENSAL

- O cenário externo ganhou mais forma, apesar de a incerteza persistir. Enquanto o BCE deu indícios de que seu ciclo de aperto chegou ao fim, o Fed ainda se mostrou incerto quanto à restrição atual. Nesse contexto, os juros longos americanos continuaram a avançar, porém sem grande efeitos no DXY. Assim, a taxa de câmbio fica mais sensível aos eventos domésticos, como a incerteza fiscal. Ainda assim, mantemos a projeção de R\$ 5,10/US\$.
- Os dados de outubro apontam para um ponto de inflexão na atividade econômica. O setor de serviços, que vinha sustentando os ganhos, teve forte queda, enquanto o mercado de trabalho e a confiança dos empresários já sinalizam fraqueza. Com isso, projetamos queda de 0,1% t/t no PIB do 3º tri.
- A dinâmica corrente da inflação permanece benigna, apesar de esperarmos alguma aceleração nas leituras restantes de 2023. Para 2024, o cenário ainda se mostra incerto, com leve viés de alta. Com isso, o Copom manteve a cautela, nos levando a esperar um ciclo mais lento de queda da Selic.
- A meta de resultado primário de 2024 voltou ao centro do debate após o governo sinalizar que poderia alterá-la de um déficit zero para 0,5% do PIB. O abandono precoce da meta tende a dificultar o reequilíbrio fiscal e compromete a credibilidade do NAF, o que reduz espaço para corte de juros.

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

PIB		
2022	2023	2024
2,9%	3,0%	1,5%

IPCA		
Set-23	2023	2024
5,2%	4,5%	3,9%

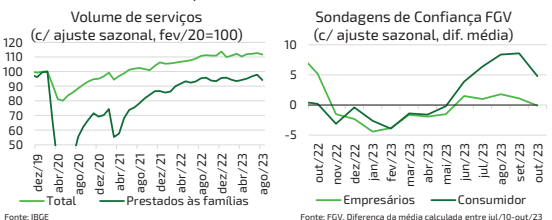
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Out-23	2023	2024
5,06	5,10	5,20

## Atividade econômica

Os dados divulgados em outubro sinalizam um ponto de inflexão na atividade econômica. Em agosto, os serviços, que até então vinham tendo bom desempenho, retraíram 0,9% na margem, com destaque para a forte queda nos serviços às famílias (-3,8%), que voltaram ao patamar de abril. Da mesma forma, o varejo ampliado (-1,3%) e a produção industrial (0,2%) mantiveram o comportamento cíclico que vinham apresentando este ano, com os setores mais ligados à renda com algum dinamismo e aqueles mais dependentes do crédito com retração. Neste contexto, o IBC-Br caiu 0,8%, o que aponta para um PIB fraco no 3º tri.. Assim, revisamos a nossa projeção de +0,1% t/t para -0,1% t/t.

O desempenho fraco da atividade já se manifesta no mercado de trabalho. Em setembro, o saldo de empregos formais do Caged desacelerou (+94,5 mil) e a taxa de desemprego (7,8%) subiu 0,1 p.p. em relação ao trimestre móvel encerrado em agosto. Por outro lado, o rendimento médio e a massa de rendimentos avançaram ambos ao ritmo de 0,6% m/m, com o rendimento médio ultrapassando o nível pré-pandemia pela 1ª vez desde fev/2020, o que tende a conter o ritmo de desaceleração da atividade via consumo das famílias.

Em outubro, os dados de confiança dos consumidores e dos empresários dos 4 setores pesquisados (indústria, comércio, serviços e construção) na sondagem da FGV registram queda simultaneamente, o que também sugere um PIB fraco no 4º tri. (esperamos 0,0% t/t). Assim, revisamos a nossa projeção para o crescimento do PIB de 3,1% para 3,0% em 2023.



Para 2024, esperamos que o ciclo de desaceleração continue, principalmente pelo enfraquecimento do mercado de trabalho e o esgotamento dos efeitos de transbordamento da agropecuária e dos impulsos fiscais. Apesar do ciclo de corte na taxa Selic, a política monetária ainda deve ficar contracionista por algum tempo. No cenário internacional, o crescimento das economias avançadas também deve ser menor. Com taxas de juros elevadas globalmente, a demanda doméstica (consumo, investimento, importação) e a externa (exportação) tendem a ser mais fracas, com impacto na produção. Dessa forma, mantemos a projeção de crescimento do PIB em 1,5% em 2024.

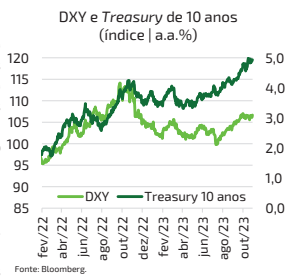


## Economia internacional e taxa de câmbio

Em outubro, acompanhamos o cenário internacional ganhar mais forma, apesar de a incerteza persistir. Na Zona do Euro, o BCE manteve as taxas de juros, conforme esperado. O comunicado e a coletiva da presidente Christine Lagarde, apesar de não terem descartado a possibilidade de novas altas, dão sinais de que, a partir de agora, a preocupação do BCE com o ritmo de crescimento pode pesar mais do que a velocidade da desinflação em si. Neste sentido, a leitura preliminar do PIB do 3º tri. do bloco europeu, mostrando um recuo de 0,1% t/t, ante expectativa de estabilidade, acabou confirmando a desaceleração prevista, de forma que vemos como mais provável a manutenção do juro elevado por mais tempo, do que uma retomada do aperto.

Nos EUA, o PIB do 3º tri. mostrou avanço de 4,9% ante o anterior (t/t), em termos anualizados, vindo acima do esperado (4,5%) e acelerando em relação ao 2º tri. (2,1%). O dado mostra a resiliência da atividade econômica, mantendo-se forte mesmo após forte elevação de juros. Por isso, havia o receio de que a surpresa com o PIB materializasse a última elevação de juros em 2023 que as projeções da autoridade monetária mostram. Entretanto, na decisão de 01/nov, o Fed manteve a taxa de juros no intervalo de 5,25%-5,50%, mas novamente não deu qualquer sinal de um encerramento do ciclo de alta, permanecendo com uma postura dependente aos dados. Nesse sentido, mantemos nossa perspectiva de que o Fed promova mais uma elevação de 0,25 p.p. nas *fed funds* até o fim de 2023, com o início de cortes somente no 2º semestre de 2024.

Assim, diante do temor persistente de que o Fed ainda não tenha encerrado o ciclo, a *Treasury* de 10 anos continuou avançando em outubro (+0,36 p.p.), mantendo as condições financeiras globais apertadas, em um novo mês volátil. Apesar disso, o dólar manteve-se relativamente estável, com o DXY em leve alta (0,5%). Com isso, o câmbio também caminhava para fechar o mês estável. No entanto, em meio à incerteza com a política fiscal doméstica, após falas



de membros do governo sinalizando dificuldade no cumprimento da meta de primário zero em 2024, o câmbio reagiu, fechando o mês com alta de 1,0%, cotado a R\$ 5,06/US\$. Em nossa visão, o cenário externo tende a continuar desafiador enquanto não houver um sinal claro de fim de aperto por parte do Fed. Tal contexto, somado ao risco fiscal doméstico, contribuirá para manter o câmbio mais depreciado. Assim, mantemos nossa projeção de R\$ 5,10/US\$.



## Juros e inflação

Na dinâmica da inflação, o cenário corrente continuou benigno. O IPCA-15 de outubro variou 0,21%, em linha com as expectativas. A leitura marcou uma leve aceleração da inflação em 12 meses, de 5,0% para 5,05%. Entretanto, a composição do indicador foi positiva, mostrando uma nova descompressão nos núcleos de inflação, que arrefeceram tanto por uma leitura mais fraca em bens industriais (-0,01%) quanto em serviços subjacentes (0,14%).

No entanto, para as próximas leituras, os itens mais voláteis podem compensar a dinâmica atual positiva dos núcleos. Em destaque, as deflações do grupo de alimentação, que ocorrem desde de junho, devem se reverter a partir de novembro, visto a reação parcial do preço do boi gordo e a sazonalidade positiva do período, por conta das festividades. Enquanto isso, apesar do corte no preço nas refinarias da Petrobras, que levará a gasolina a cair nas leituras de outubro e novembro, o conflito no Oriente Médio persiste, mantendo a incerteza em relação ao preço do petróleo no mercado internacional. Nesse contexto, por ora, o saldo ainda é baixista para o IPCA de 2023, o qual revisamos para 4,5%. Para 2024, a incerteza persiste e nosso balanço de riscos tem ganhado viés altista. De concreto, já fora anunciado que o ICMS sobre gasolina, diesel e botijão de gás irá subir a partir de fev/2024, medida que, sozinha, eleva a inflação de 2024 em +0,2 p.p. No entanto, outros riscos permanecem no radar, como o *El Niño* e a política fiscal expansionista. Quanto ao fenômeno climático, consideramos um impacto bem limitado sobre a inflação de alimentos. Por outro lado, tem crescido a possibilidade de uma demanda agregada ainda aquecida em 2024, via gastos do governo. Por enquanto, apenas incorporamos a elevação dos impostos no nosso cenário, de forma que nossa projeção para o IPCA em 2024 subiu para 3,9%.

Tal contexto tem levado o Copom a manter a postura cautelosa neste ciclo de flexibilização. Na reunião de 01/nov, o comitê manteve o ritmo de 0,50 p.p. e reduziu a Selic para 12,25% a.a. O Copom deu bastante destaque para o cenário externo, que se mostra mais desafiador. Em seu balanço de riscos, o ambiente externo parece ter ganhado mais peso, exigindo cautela na condução da política monetária. Quanto ao cenário doméstico, mesmo com os sinais positivos da inflação corrente e com a esperada desaceleração da atividade, o Copom elevou suas projeções para 2024 e 2025, as quais também incorporam uma trajetória de Selic mais elevada que a reunião passada. Assim, nos parece que o contexto externo irá limitar o orçamento do comitê, que reafirmou a manutenção do ritmo nas próximas reuniões (ou seja, dez/23 e jan/24). Nesse sentido, mantemos nosso cenário de juros, mas agora incorporando uma flexibilização mais lenta ao longo de 2024.

Projeções do Copom			
Ano	2023	2024	2025
Meta	3,25%	3,0%	3,0%
FOCUS	4,6%	3,9%	3,5%
Copom	4,7%	3,6%	3,2%

Projeções com a trajetória da taxa de juros extraída da pesquisa Focus e taxa de câmbio partindo de R\$ 5,00/US\$ e evoluindo segundo a paridade do poder de compra (PPC).

Fonte: Focus/BCB.



O governo vai mudar a meta de equilíbrio fiscal em 2024?

A meta de resultado primário para 2024 voltou ao centro do debate recentemente. Atualmente igual a um déficit zero (receita = despesa), especula-se que ela pode ser alterada para um déficit de 0,5% do PIB na votação da LDO.

A motivação do governo é simples de entender: com o Novo Arcabouço Fiscal (NAF) em funcionamento, em caso de iminência do não cumprimento da meta, são acionados gatilhos que implicam em contingenciamento de despesa no ano corrente e crescimento menor do gasto no ano seguinte (50% da receita). Assim, diante da dificuldade de reequilíbrio das contas, em caso de alteração da meta, o governo não precisaria contingenciar despesas em 2024 (ano eleitoral) e o gasto poderia crescer mais em 2025 (70% da receita).

Desde a PEC da Transição, o mercado é cético quanto ao reequilíbrio das contas públicas em 2024, dada a disposição do governo em aumentar despesa e a dificuldade conhecida de elevar a receita. Assim, um resultado em torno de -0,8% do PIB em 2024 já é esperado e está embutido nos preços dos ativos. Contudo, a indisposição do governo para cumprir a meta tende a se tornar uma "profecia autorrealizável" de que o resultado deve ficar abaixo do projetado.

Para tentar atingir o déficit zero em 2024, o governo apresentou no PLOA uma série de medidas para aumento da receita (R\$ 168 bi) que dependem da aprovação do Congresso. Mesmo que integralmente aprovadas – o que não parece provável –, elas tendem a gerar arrecadação inferior ao projetado (R\$ 85 bi), de maneira que algum esforço pelo lado da despesa ainda seria necessário. Do lado da despesa, acredita-se que a eliminação de possíveis irregularidades no cadastro do Bolsa Família e do INSS, assim como a desvinculação à receita dos gastos com saúde e educação, poderiam poupar R\$ 50 bi, que ajudariam a zerar o déficit em 2024 (R\$ 83 bi). Veja que com o fim do Teto dos Gastos, as despesas voltaram a ser vinculadas as receitas, portanto, para conseguir uma redução significativa do déficit para o ano que vem, não seria necessário cortar despesas, mas evitar que um volume significativo de despesas adicionais (R\$ 31 bi) sejam geradas. Com o abandono precoce da meta, o próprio governo e o legislativo se sentirão menos dispostos a tomar medidas que impliquem em aumento de receita e contenção de despesa que levem ao equilíbrio fiscal.

Cabe lembrar que, embora tenha reduzido o risco de um crescimento insustentável da dívida pública, o NAF necessita vir acompanhando de um ajuste fiscal. Além de fragilizar a nova regra, a falta de compromisso com o equilíbrio das contas públicas tende a pressionar a inflação via estímulo à demanda e manter elevado o risco-país. Com isso, o espaço para queda de juros tende a diminuir.

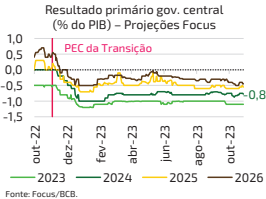


Tabela de Projeções

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Atividade Econômica								
PIB Nominal (R\$ bi)	6.585	7.004	7.389	7.609	8.898	9.915	10.720	11.478
PIB Nominal (US\$ bi)	2.058	1.903	1.875	1.452	1.644	1.922	2.139	2.289
Crescimento Real do PIB (%)	1,3	1,8	1,2	-3,3	5,0	2,9	3,0	1,5
Consumo das Famílias (%)	2,0	2,0	2,6	-4,6	3,7	4,3	2,6	1,6
Investimento Privado (%)	-2,6	5,2	4,0	-1,7	16,5	0,9	-3,0	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	8,4	3,0
Importações (%)	6,7	7,7	1,3	-9,5	12,0	0,8	-0,4	2,8
Taxa de Desemprego c/ ajuste sazonal, Fim de Período (%)	12,5	12,3	11,7	14,8	11,7	8,5	8,1	7,9
Inflação								
IPCA (%)	2,9	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	4,5	3,9
IGP-M (%)	-0,5	7,5	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,7	3,5
Juros								
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	9,9
Taxa de Juros Real, Fim do Período (%)	3,98	2,73	0,18	-2,42	-0,74	7,5	7,0	4,9
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)								
Taxa de Câmbio, Fim de 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	5,02	5,16
Setor Público								
Result. Primário Gov. Central (% PIB)	-1,8	-1,7	-1,2	-9,8	-0,4	0,6	-1,2	-0,8
Crédito								
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.

