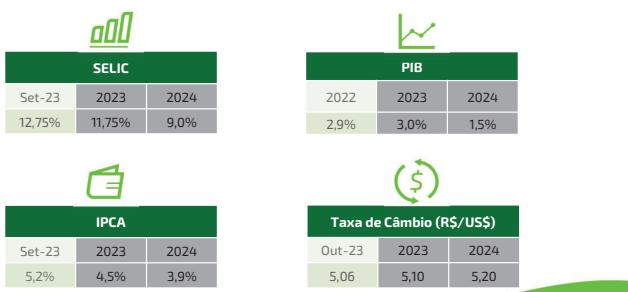


## RESUMO ECONÔMICO MENSAL

- 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.



### 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 mostraram. 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.

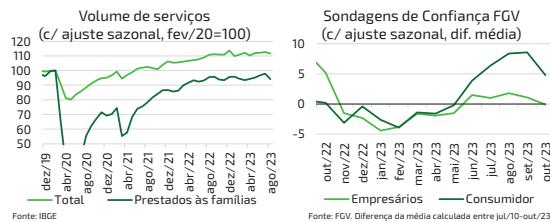
Assim, diante do temor persistente de que o Fed ainda não tenha encerrado o ciclo, a Treasury de 10 anos continuou avançando em outubro (+0,36 p.p.), mantendo as condições financeiras globais abertas, em um novo mês volátil. Apesar disso, o dólar manteve-se relativamente estável, com o DXY em leve alta (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 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\$.

### 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, retrairam 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.



### 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 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 persists e nosso balanço de riscos tem ganhado viés altista. De concreto, já foi 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 incorporaram 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.

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?

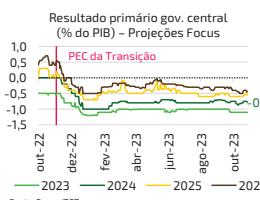
A meta de resultado primário para 2024 voltou ao centro do debate recentemente. Atualmente igual a um déficit zero (receita = despesa), especula-se que ela pode ser alterada para um déficit de 0,5% do PIB na votação da LDO.

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 às 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 reequilíbrio 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.



**Sicredi**

## 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
Diracionados	-2,3	-0,9	-2,3	15,9	10,9	14,0	9,6	9,3
Diracionados - PF (%)	7,1	5,4	6,6	11,5	18,5	18,0	11,0	10,0
Diracionados - 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 atas/decisões tomadas com base nos dados divulgados nesse relatório.

**Sicredi**