

RESUMO ECONÔMICO MENSAL

- O cenário externo foi mais positivo em novembro, principalmente devido aos Estados Unidos, onde o mercado de trabalho e o índice de preços ao consumidor tiveram leve queda. Na metade final do mês, a taxa de câmbio frente ao dólar teve apreciação e deve fechar o ano em R\$ 5,00/US\$.
- Os últimos dados de atividade apontam para uma leve retração no PIB do 3º tri. (projetamos -0,1% t/t). Com o fim da safra de soja e os efeitos da política fiscal, a política monetária contracionista deve dominar o ciclo econômico. Assim, projetamos crescimento do PIB de 3,0% em 2023 e 1,5% em 2024.
- Apesar da desinflação continuar, as fontes desse processo tem se esgotado. Nesse contexto, os riscos altistas para inflação de 2024 ganham força, de forma que elevamos nossa projeção para o próximo ano. Com isso, o Copom deve permanecer cauteloso, mantendo o ritmo e alongando o ciclo de cortes.
- Nas últimas duas semanas, o quadro de retorno das chuvas no Centro-Norte vem se consolidando. Caso confirmado, não devemos ter quebra significativa da safra de soja em 23/24. Contudo, os riscos maiores ainda estão sobre a 2ª safra de milho, em função do fenômeno *El Niño*.



SELIC		
Nov-23	2023	2024
12,25%	11,75%	9,0%



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



IPCA		
Out-23	2023	2024
4,8%	4,5%	4,1%



Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Nov-23	2023	2024
4,93	5,00	5,10

Economia internacional e taxa de câmbio

A principal mensagem vinda do cenário internacional é a de houve uma leve desaceleração na economia norte-americana. No início do mês, o FOMC (Comitê de política monetária do Fed) decidiu pela manutenção da taxa de juros no patamar entre 5,25% e 5,50% a.a., aguardando a atividade responder ao aperto monetário já empreendido. Nesse compasso de espera, o Fed foi premiado pelos dados do mercado de trabalho e do índice de inflação ao consumidor (CPI) do mês de outubro, que se mostraram mais baixos do que a expectativa. Em nossa leitura, é baixa a probabilidade de que haja uma nova alta de juros nos EUA na reunião que acontece em dezembro.

Os sinais de arrefecimento da economia americana iniciaram com a divulgação do mercado de trabalho, onde foram gerados 150 mil empregos, 30 mil a menos que o projetado. Combinado a esse resultado, a taxa de desemprego, para a qual não se esperava alteração, subiu de 3,8% para 3,9%. Na sequência, o CPI de outubro ficou estável ante setembro (0,0%), quando se esperava uma leve alta de 0,1%, levando a leitura mensal de 3,7% para 3,2%, com forte influência da queda nos preços de combustíveis. Da mesma forma, o núcleo da inflação (0,2%), que exclui itens mais voláteis, como alimentos e energia, veio mais fraco que o consenso (0,3%). Com isso, a leitura anual do núcleo continuou arrefecendo, de 4,1% para 4,0%, porém ainda de forma muito gradual.

Tal contexto levou o mercado a esperar uma manutenção das *fed funds* no atual patamar, somente à espera do primeiro corte, o que se refletiu numa redução expressiva da *Treasury* de 10 anos ao longo de novembro. Entretanto, ainda há muita incerteza sobre quando se dará o início da flexibilização monetária nos EUA, de forma que o cenário ainda inspira cautela. Nesse contexto, o Dólar acabou se depreciando globalmente, com o DXY recuando 3,0%, contribuindo para que o Real também se apreciasse ante o Dólar, com a taxa de câmbio encerrando novembro cotada a R\$ 4,93/US\$, uma queda de 2,4% ante outubro. Nesse sentido, apesar de reconhecermos a manutenção dos riscos domésticos, em especial a incerteza fiscal, reduzimos nossa projeção para a taxa de câmbio para R\$ 5,00/US\$ e R\$ 5,10/US\$ em 2023 e 2024, respectivamente.



Atividade econômica

Em setembro, os dados de atividade vieram um pouco melhor que o esperado, mas ainda assim apontam para uma leve contração do PIB do 3º tri. (-0,1% t/t na nossa projeção). A produção industrial cresceu 0,1% na variação mensal, o que levou o setor a registrar estabilidade no 3º tri. (0,0% t/t), puxada pela indústria de transformação (0,1% t/t). As vendas no varejo ampliado avançaram 0,2% em setembro, também fechando o 3º tri. com estabilidade (0,0% t/t). Já os serviços retraíram 0,3% no mês, apesar de registrarem leve alta no trimestre (0,1% t/t). Destaque para os serviços às famílias, que recuperaram em setembro parte da forte queda de agosto, e foram o único segmento dos serviços a encerrar o trimestre com alta (0,9% t/t). Neste contexto, o IBC-Br registrou queda de 0,2% m/m em setembro e -0,8% t/t no 3º tri..

	PIB (var. %)				
	2022.IV	2023.I	2023.II	2023.III	2023.III / 2022.III
Agropecuária	-1,3	21,0	-0,9	-1,7	8,3
Indústria	-0,2	0,1	0,9	0,4	1,1
Serviços	0,2	0,6	0,6	0,1	1,5
PIB	0,1	1,8	0,9	-0,1	2,5
Consumo das famílias	0,4	0,7	0,9	0,2	2,3
Consumo do governo	0,3	0,4	0,7	0,3	1,7
Investimento	-1,2	-3,4	0,1	-1,0	-6,4
Exportação	3,5	0,3	2,9	3,4	10,1
Importação	-3,7	-3,9	4,5	-2,2	-5,4
					-0,8

Fonte: IBGE. Projeções do Sicredi (em verde escuro).

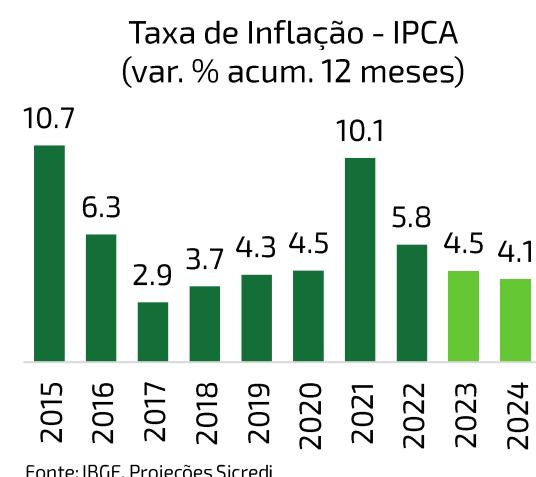
De posse desses dados, esperamos, pelo lado da oferta, leve crescimento da Indústria (0,4% t/t) e dos Serviços (0,1% t/t), com a demanda por bens de consumo não-duráveis e serviços às famílias ainda resilientes, e queda na Agropecuária (-1,7% t/t), após o fim de uma safra recorde de soja. Do lado da demanda, projetamos desaceleração no Consumo das famílias (0,2% t/t) e retração no Investimento (-1,0% t/t), com os efeitos contracionistas da política monetária se manifestando com mais força neste trimestre. Com o fim da colheita da safra de soja e a dissipação dos efeitos da política fiscal expansionista, a política monetária passa a ser dominante no ciclo econômico, que deve continuar impactando as decisões de consumo e investimento.

No cenário à frente, devemos continuar vendo esse movimento de desaceleração, à medida que a política monetária deve se manter contracionista por algum tempo, apesar dos cortes já realizados na taxa Selic. O mercado de trabalho deve continuar perdendo força, o que tende a impactar as atividades que ainda se encontram fortes nos serviços e varejo ligado à renda, devido à menor expansão da massa de salários. No cenário externo, o menor dinamismo das economias avançadas deve conter o ímpeto das exportações brasileiras, com potencial impacto nos preços das commodities. Assim, mantemos a nossa projeção para o crescimento do PIB em 3,0% em 2023 e 1,5% em 2024.

Juros e inflação

Em novembro, o IPCA-15 variou 0,33% ante outubro, um pouco acima do esperado (0,29%). Mesmo assim, a inflação dos últimos 12 meses caiu de 5,0% para 4,8%. Apesar dessa surpresa, plenamente justificada por leituras mais fortes em itens voláteis, como alimentação no domicílio (1,09%) e passagens aéreas (19,03%), o qualitativo da leitura foi benigno, dando continuidade à desinflação. Os núcleos de inflação, medidas mais ligadas ao ciclo, permaneceram em patamares confortáveis, com a inflação subjacente de serviços recuando de 4,9% para 4,6%.

Para as próximas duas leituras do ano, é esperado que a dinâmica atual continue, com núcleos benignos e variações mais expressivas nos itens voláteis, com destaque para alimentação. O último dado já mostrou um forte impacto das condições climáticas sobre os alimentos *in natura* (ver Tópico Especial). Nesse sentido, mantemos nossa projeção para o IPCA de 2023 em 4,5%. Para o próximo ano, em termos conjunturais, o risco do



El Niño e seus impactos sobre a inflação de alimentos tem ganhado força em nosso cenário, assim como uma possível depreciação adicional do câmbio, em meio à diminuição do diferencial de juros. Ademais, permanece o risco elevado em serviços, que respondem bastante às expectativas de inflação, as quais tem mostrado resistência à desinflação recente, e à dinâmica do mercado de trabalho, que permanece resiliente. Soma-se a esse contexto as sinalizações do governo mais frouxas em relação ao ajuste fiscal, o que pode limitar o efeito da política monetária restritiva. Por fim, temos visto movimentações em alguns estados para elevação da alíquota do ICMS, o que pode afetar a inflação, em especial o grupo de monitorados, a partir de abr/24. Nesse contexto, elevamos nossa projeção para o IPCA em 2024 de 3,9% para 4,1%.

Com isso, os riscos também se avolumam para a condução da política monetária. O Copom tem se mostrado bastante cauteloso, algo necessário para o momento de inversão de ciclo econômico. Hoje, vemos mais limitadores a uma aceleração do ritmo de cortes do que facilitadores, como o próprio balanço de riscos da inflação, as expectativas de inflação parcialmente des ancoradas, a incerteza fiscal e a política monetária do Fed. Por outro lado, a composição do Copom mudará em 2024, o que por si só já gera incerteza. Numa eventual melhora dos riscos mencionados, especialmente se houver flexibilização do aperto monetário lá fora, o ciclo doméstico pode acelerar. Em nossa visão, as reuniões de meados do 1º semestre serão chaves para entender o tamanho do ciclo. Por ora, mantemos nosso cenário de juros em 11,75% a.a. em 2023 e 9,0% a.a. em 2024.

O El Niño e a economia brasileira em 2024

Nos últimos meses, a ocorrência do fenômeno climático *El Niño* contribuiu com a redução de chuvas entre áreas de São Paulo, Mato Grosso do Sul e porção central e norte do Brasil. Além disso, está ocorrendo o fenômeno Dipolo do Oceano Índico, que, quando ocorre simultaneamente ao fenômeno *El Niño*, potencializa alguns dos efeitos deste último, como é o caso da irregularidade das chuvas na porção central e norte do Brasil e chuvas em excesso no Sul.

Atualmente, observa-se um quadro de retorno das chuvas no Centro-Norte, que veio se consolidando ao longo das últimas 2 semanas. Este retorno da precipitação é muito benéfico para o desfecho da safra de soja e tende a neutralizar a condição de seca observada no Centro-Norte e reverter o cenário negativo de safra que vinha se manifestando até então, diminuindo significativamente os riscos de quebra de safra. Daqui para frente, as previsões climáticas apontam para a consolidação do retorno de chuvas no Centro-Norte, com dezembro sendo um mês de plena precipitação e condições boas de umidade, além de melhores condições climáticas também para o Centro-Sul, o que representa um prognóstico bastante positivo.

Para a produção agrícola, as principais consequências do *El Niño* foram atraso do plantio, queda de qualidade das lavouras e redução do potencial produtivo da soja em nível nacional. Dessa forma, caso o cenário base de retorno das chuvas em dezembro se concretize, não teremos quebra significativa da safra de soja 23/24. Já é esperado, no entanto, uma redução do potencial produtivo da safra em nível nacional, mas não o suficiente para se enquadrar no conceito que corriqueiramente se atribui a uma “quebra de safra”, que remete à redução intensa de produtividade agrícola, queda do PIB, aumento de inadimplência, dentre outras consequências negativas. Entretanto, ainda há preocupação com o oeste da Bahia e região do MATOPIBA, que podem enfrentar uma situação de seca com riscos de quebra da soja.

Nesse sentido, tanto as previsões da Conab quanto da Sondagem de Safras do Sicredi têm mostrado que a soja nessa safra deve ter perda de produtividade, mas ainda em condições de atingir um patamar recorde de produção, em função da expansão da área de plantio. Os riscos maiores ainda estão sobre a 2ª safra de milho, com plantio fora da janela e regime de chuvas se encerrando mais cedo por conta do *El Niño*. Assim, projetamos um crescimento de 2,0% para o PIB da Agropecuária em 2024. Outro impacto que o fenômeno pode ter sobre a economia ocorre através da inflação. A queda nos preços dos alimentos foi fundamental para a desinflação nesse ano, mas, para o ano que vem, projetamos alguma aceleração em função de uma relação de oferta e demanda mais apertada em relação ao que se observou neste ano. Assim, a inflação de alimentos deve acelerar de -0,9% em 2023 para 4,5% em 2024.

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	2,7	1,6
Investimento Privado (%)	-2,6	5,2	4,0	-1,7	16,5	0,9	-3,3	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	-0,8	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	4,1
IGP-M (%)	-0,5	7,5	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,3	3,9
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	4,7
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)								
Taxa de Câmbio, Fim de Período	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	5,00	5,10
Taxa de Câmbio, Média do Período	3,20	3,68	3,94	5,24	5,41	5,16	5,00	5,06
Setor Público								
Result. Primário Gov. Central (% PIB)	-1,8	-1,7	-1,2	-9,8	-0,4	0,6	-1,3	-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.