

RESUMO ECONÔMICO MENSAL

- O Fed surpreendeu na reunião de dezembro ao indicar um cenário mais positivo para a inflação e sinalizar um horizonte mais curto para corte de juros. Revisamos nossas projeções para taxa de câmbio no final de 2024 para R\$ 4,90/US\$.
- Os dados de outubro corroboram a desaceleração gradual da atividade em 2023, que deve crescer 0,0% t/t no 4º tri e 3,1% no ano. Em 2024, o movimento de desaceleração deve continuar com a política monetária contracionista na maior parte do ano. Com isso, o PIB deve crescer 1,8%.
- Mesmo com a surpresa do IPCA-15, a inflação fechará dentro do intervalo da meta em 2023. A isso, soma-se a melhora marginal do balanço de riscos para inflação em 2024, em comparação aos últimos meses, o que dá segurança para o Copom continuar reduzindo a Selic no ritmo atual.
- O Novo Arcabouço Fiscal ocupou boa parte do debate sobre as contas públicas no ano passado e deve voltar a ser fonte de risco no final do primeiro trimestre. Três são os pontos de preocupação: i) necessidade de contingenciamento dos gastos; ii) possibilidade de mudança da meta de primário; e, iii) encaminhamento da discussão do orçamento para 2025.



SELIC		
Dez-23	2024	2025
11,75%	9,00%	8,50%



PIB		
2022	2023	2024
3,0%	3,1%	1,8%



IPCA		
Nov-23	2023	2024
4,7%	4,5%	4,0%

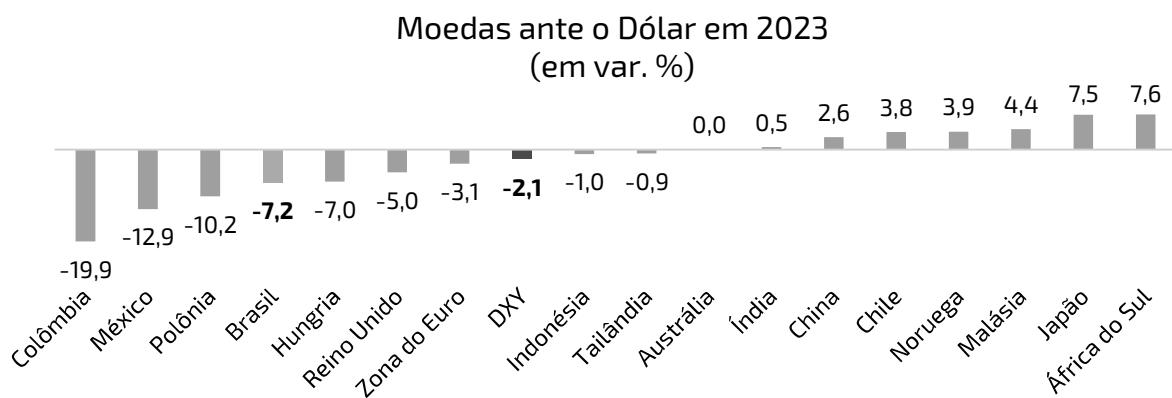


Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Dez-23	2024	2025
4,84	4,90	5,00

Economia internacional e taxa de câmbio

Dezembro ficou marcado pela mudança de tom na cena externa, especialmente após a decisão de política monetária nos EUA. Na última reunião de 2023, o FOMC manteve os juros inalterados entre 5,25% e 5,50% a.a., além de mostrar uma moderação no discurso quanto aos próximos passos. A moderação, inclusive, fez-se presente nas projeções do Fed, com redução da expectativa de inflação para 2024, medida pelo PCE, de 3,3% em setembro para 2,8%. Consequentemente, houve uma revisão baixista para a *fed funds*, que passou de 5,1% para 4,6%, assim esperando três cortes ao longo do próximo ano. Além disso, na coletiva que sucedeu a decisão, o presidente do Fed, Jerome Powell, afirmou que um avanço considerável foi feito no combate à inflação e que o *timing* para cortar juros foi discutido pela primeira vez entre os dirigentes.

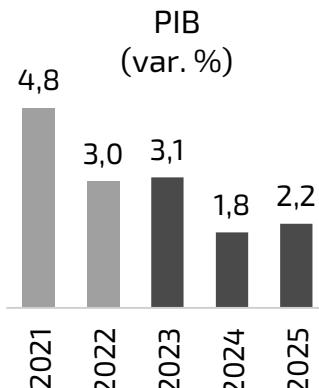
Nesse contexto, as taxas de juros refletiram a perspectiva de flexibilização do aperto monetário, com a Treasury de 10 anos cedendo quase 50 pontos-base ao longo do mês, fechando o ano em 3,9%, após ultrapassar a marca de 5,2% ainda em outubro. Mas, apesar de a flexibilização ser tomada como certa, seu momento de início ainda é incerto. Hoje, o mercado prevê inicio do ciclo de cortes em mar/24, mas nós julgamos que o Fed ainda agirá de forma mais cautelosa, pois o núcleo de inflação continuará desacelerando lentamente, o que o levará a iniciar o ciclo apenas na reunião de junho, com a *fed funds* encerrando o ano em 4,5% a.a..



Neste cenário, a taxa de câmbio pode continuar tendo um bom desempenho. Ao longo de dezembro, novamente vimos o câmbio recuar (-1,9%), fechando o ano em R\$ 4,84/US\$ e configurando uma valorização de 7,2% do Real em 2023. E, se antes, um dos principais vetores para uma possível depreciação em 2024 residia no menor diferencial de juros, a mudança de postura do Fed aliviou bastante a pressão sobre a moeda via esse canal. Por outro lado, a maioria dos riscos ainda se mantém, haja vista a expectativa de desvalorização das *commodities*, com o menor crescimento global, e a possibilidade da meta de resultado primário ser revista, caso o cumprimento do Novo Arcabouço Fiscal volte a ser objeto de debate, o que pode elevar nosso risco-país. Nesse sentido, revisamos a projeção para o câmbio para uma leve depreciação, para R\$ 4,90/US\$ no final de 2024.

Atividade econômica

O PIB cresceu 0,1% no 3º tri. em relação ao anterior, levemente acima da nossa projeção (-0,1%), sugerindo uma desaceleração da atividade econômica mais lenta que o esperado. Do lado da demanda, a principal surpresa veio do Consumo das famílias (1,1%), que acelerou em relação ao 2º tri. (0,9%), fruto de um mercado de trabalho aquecido (a massa de rendimentos avançou 1,3% no período), enquanto os efeitos da política monetária restritiva manifestam-se sobre o Investimento (-2,5%) – a 4ª queda consecutiva.



Fonte: IBGE. Projeções do Sicredi.

Os primeiros dados do 4º tri. sugerem continuidade desse movimento de desaceleração da atividade, sobretudo no Consumo das famílias. O varejo ampliado caiu 0,3% em outubro na variação mensal, com contribuição negativa de itens dependentes da renda, como alimentos (-0,8%) e combustíveis (-0,7%), enquanto os serviços recuaram 0,6%, com forte contribuição dos serviços prestados às famílias (-2,1%). A produção industrial cresceu 0,1%, com contribuição negativa dos bens de consumo semi e não duráveis (-0,3%). Nesse contexto, o IBC-Br apontou queda de 0,1% da atividade econômica em outubro.

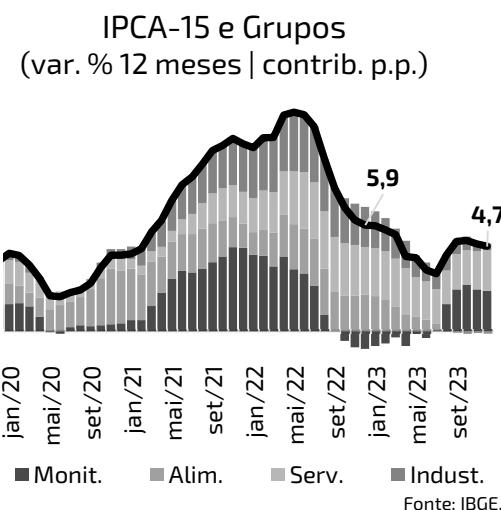
A composição das pesquisas do IBGE sugere que os setores que vinham se beneficiando de um mercado de trabalho forte (indústria e varejo de bens semi e não-duráveis e serviços às famílias) começam a perder tração, provavelmente por causa da desaceleração no ritmo de geração de vagas. Na passagem de outubro para novembro, o saldo de empregos formais caiu de 121,7 mil para 73,4 mil e a taxa de desemprego subiu de 7,8% para 7,9% (séries com ajuste sazonal). Apesar disso, vimos elevação da massa de rendimentos (0,5%), o que pode contribuir para a resiliência do consumo. Assim, projetamos variação nula (0,0% t/t) do PIB no 4º tri., encerrando 2023 com crescimento de 3,1%.

Em 2024, os efeitos da política monetária devem se sobrepor à política fiscal, menos expansionista do que em 2023. Mesmo que o ciclo de cortes da taxa Selic tenha começado em agosto/2023, os juros ainda devem se manter em território contracionista pela maior parte do ano. Projetamos que os fatores que contribuíram para o crescimento de 2023 estarão presentes em menor grau em 2024. O PIB da Agropecuária deve crescer modesto 0,8% e a despesa primária deve avançar 1,7% real (contra 15,0% e 7,9% em 2023, respectivamente). O setor externo também deve ter contribuição mais fraca, com crescimento menor das principais economias do globo e queda nos preços das commodities. Como vetor positivo para o crescimento, vemos uma desaceleração apenas pontual do mercado de trabalho, o que deve manter o Consumo das famílias no campo positivo, enquanto a continuidade da queda dos juros deve reanimar o Investimento a partir do 2º semestre. Com isso, revisamos a nossa projeção de crescimento de 1,5% para 1,8% em 2024.

Juros e inflação

A prévia da inflação de dezembro surpreendeu, mas ainda devemos ver o IPCA de 2023 abaixo do teto do intervalo da meta. O IPCA-15 de dezembro registrou alta de 0,40% ante novembro (0,33%), acelerando bem mais do que prevíamos (0,26%) e do consenso de mercado (0,25%). Com a leitura, o indicador encerrou o ano com alta de 4,7%, abaixo dos 5,9% de 2022. A surpresa na divulgação de dezembro, entretanto, foi bem concentrada em passagem aérea, que avançou 9,02% ante uma expectativa de queda de 4,0%.

Com a variação de passagem aérea, que repete na leitura do IPCA fechado, revisamos nossa projeção para inflação em 2023 de 4,4% para 4,5%. Para o ano que se inicia, temos avaliado que o balanço de riscos tem melhorado. Os principais riscos altistas para a inflação residem na dinâmica de alimentação e serviços. Quanto ao primeiro, é preciso nos atentarmos aos impactos do *El Niño*, que deve atingir seu pico neste mês de janeiro. As últimas leituras do IPCA já mostraram variações elevadas em alguns alimentos, especialmente *in-natura*, mas avaliamos que os efeitos do fenômeno climático sobre os preços têm se mostrado menos intensos que o previsto. Outro ponto positivo no balanço de riscos para inflação é o câmbio mais apreciado, já que nosso cenário anterior contemplava câmbio em R\$ 5,10/US\$ para 2024, e agora consideramos R\$ 4,90/US\$. Neste ponto, há uma menor pressão sobre todos os grupos do IPCA, inclusive serviços. Apesar disso, o grupo continua sendo o principal desafio para a inflação neste ano que se inicia, pela perspectiva de um mercado de trabalho ainda resiliente e consumo das famílias ainda aquecido. Ademais, temos acompanhado algumas medidas baixistas do setor elétrico, que podem diminuir a inflação de monitorados. Assim, reduzimos nossa projeção para o IPCA em 2024 para 4,0%.



Essa melhora do cenário para a inflação foi reconhecida pelo Copom na decisão de dezembro, na qual a Selic foi reduzida em 0,50 p.p., para 11,75% a.a.. Ainda assim, o comitê manteve-se cauteloso, sem mostrar disposição para acelerar o ritmo de cortes. Inclusive, em sua comunicação, manteve a sinalização de que, em se confirmando o cenário esperado, antevê redução da mesma magnitude nas próximas reuniões, referindo-se às próximas duas (janeiro e março). De fato, continuamos avaliando que o momento exige cautela, tendo em vista as expectativas de inflação ainda parcialmente des ancoradas, a incerteza quanto ao fiscal e ao Fed, e a nova composição do Copom. Assim, mantemos nosso cenário de juros para 2024 em 9,0% a.a., mas ressaltamos que o viés é de baixa.

Perspectiva da política fiscal para 2024

Em 2022, a PEC da Transição permitiu ao governo aumentar o limite de gastos para R\$ 168 bilhões em 2023 e determinou o encaminhamento de uma nova regra fiscal que substituisse o Teto de Gastos. O Novo Arcabouço Fiscal (NAF), que passará a vigorar a partir do corrente ano, tem metas para zerar o resultado primário em 2024, e superávits de 0,5% e 1,0% do PIB nos dois anos subsequentes. Para atingir tais metas, foi importante a autorização para antecipar o pagamento de precatórios atrasados de 2023 e 2024.

Para 2024, a nossa projeção, não muito diferente da média do mercado, é de ceticismo quanto ao cumprimento da meta de resultado primário e não descarta uma revisão da meta por parte do governo. Por um lado, cerca de 90% das despesas são obrigatórias e o NAF determina crescimento real dos gastos. Por outro lado, o ajuste que deve ser feito pelas receitas pode ser insuficiente para garantir déficit zero, seja pela desaceleração da atividade e da inflação, que deprime a base tributária, seja pelas medidas para elevar arrecadação, que podem ter receitas frustradas ou projeções majoradas.

As medidas para ampliar arrecadação aprovadas ao longo de 2023 incluem a decisão favorável ao governo em caso de litígios tributários judiciais (R\$ 54,7 bilhões), o aumento de acordos para pagamento de obrigações fiscais de inadimplentes (R\$ 43,3 bilhões), a mudança na regra de tributação de incentivos fiscais concedidos por estados a empresas – subvenções (R\$ 35,3 bilhões), a alteração de fundos offshore e exclusivos (R\$ 20,0 bilhões) e a regulamentação de apostas esportivas (R\$ 12,0 bilhões). Algumas dessas medidas já tiveram impacto em 2023, outras serão válidas a partir deste ano.

Um momento crucial para as contas públicas, e para sabermos se o NAF terá vida longa, será com divulgação do resultado do governo do primeiro bimestre (março/24), que pode desencadear contingenciamentos de despesas ou revisão da meta, e posteriormente com o encaminhamento da PLOA de 2025 ao Congresso (abril/24), que pode conter restrições que o NAF estipula em caso de não cumprimento da meta de primário. Nas nossas projeções, tanto 2023 quanto os próximos anos serão de déficit primário, de 2,1% do PIB em 2023, de 0,7% do PIB em 2024 e de 0,5% do PIB em 2025.

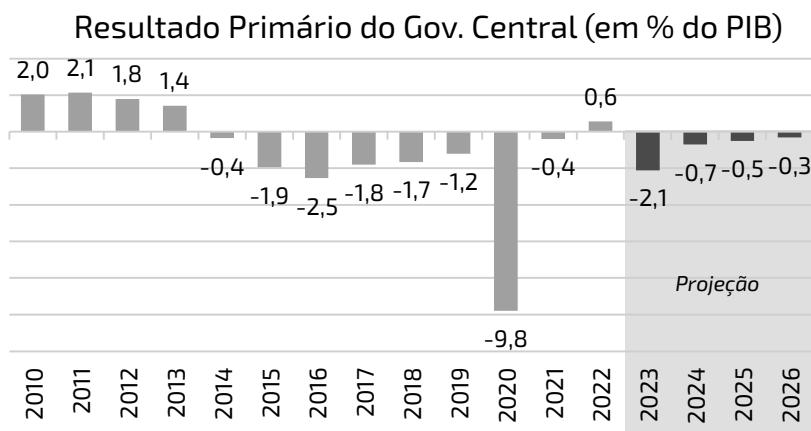


Tabela de Projeções

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Atividade Econômica								
PIB Nominal (R\$ bi)	7.004	7.389	7.609	9.012	10.079	10.804	11.612	12.438
PIB Nominal (US\$ bi)	1.903	1.875	1.452	1.746	2.015	2.168	2.369	2.487
Crescimento Real do PIB (%)	1,8	1,2	-3,3	4,8	3,0	3,1	1,8	2,2
Consumo das Famílias (%)	2,0	2,6	-4,6	3,0	4,1	3,3	2,0	2,5
Investimento Privado (%)	5,2	4,0	-1,7	12,9	1,1	-3,5	1,2	2,5
Consumo do Governo (%)	0,8	-0,5	-3,7	4,2	2,1	1,5	1,0	1,2
Exportações (%)	4,1	-2,6	-2,3	4,4	5,7	9,0	2,3	3,6
Importações (%)	7,7	1,3	-9,5	13,8	1,0	-1,3	2,8	2,9
Taxa de Desemprego c/ ajuste sazonal, Fim de Período (%)	12,3	11,7	14,8	11,7	8,5	8,0	7,9	7,5
Inflação								
IPCA (%)	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	4,5	4,0	3,5
IGP-M (%)	7,5	7,3	23,1	17,8	5,5	-3,2	4,5	3,9
Juros								
Taxa Selic, Fim do Período (%)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,0	8,5
Taxa Selic, Média do Período (%)	6,6	5,9	2,8	4,8	12,6	13,3	9,9	8,5
Taxa de Juros Real, Fim do Período (%)	2,7	0,2	-2,4	-0,7	7,5	6,9	4,8	4,8
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)								
Taxa de Câmbio, Fim de Período	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	4,84	4,9	5,0
Taxa de Câmbio, Média do Período	3,68	3,94	5,24	5,41	5,16	4,98	4,8	4,9
Setor Público								
Result. Primário Gov. Central (% PIB)	-1,7	-1,2	-9,8	-0,4	0,6	-2,1	-0,7	-0,5
Crédito								
Saldo da Carteira de Crédito (%)	5,0	6,8	15,7	16,4	14,0	6,9	7,9	12,6
Livres	10,7	14,6	15,4	20,4	14,1	4,7	7,1	11,8
Livres - PF (%)	10,9	17,9	10,7	23,0	17,5	7,5	8,0	12,5
Livres - PJ (%)	10,4	10,7	21,2	17,4	10,1	1,0	6,5	11,2
Direcionados	-0,9	-2,3	15,9	10,9	14,0	9,6	9,3	9,5
Direcionados - PF (%)	5,4	6,6	11,5	18,5	18,0	11,0	10,0	10,0
Direcionados - PJ (%)	-8,1	-14,0	23,4	-0,1	6,9	7,0	8,0	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.