

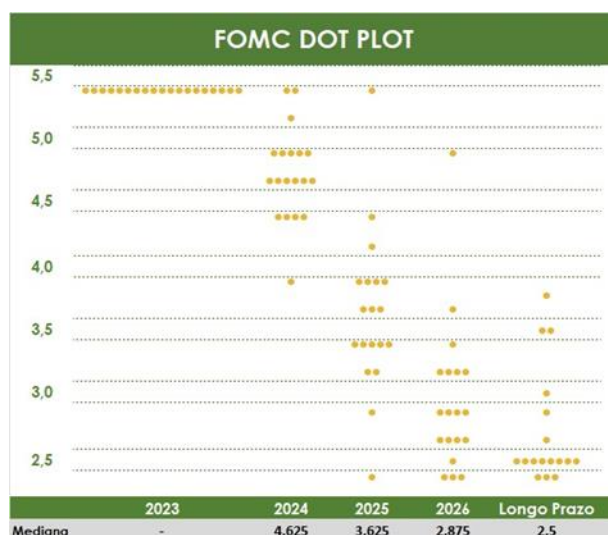
Redução dos riscos globais e internos deve resultar em menor taxa Selic em 2024

Neste Relatório Especial, trazemos nossas expectativas para o cenário macroeconômico em 2024. Em linhas gerais, mantemos nossa visão mais construtiva para os ambientes externo e domésticos, resultando em continuidade do crescimento e da desinflação, taxa de câmbio mais apreciada e menor patamar da taxa Selic ao final do atual ciclo monetário.

Recentemente, o Fed (banco central norte-americano) surpreendeu ao adotar postura mais dovish que a prevista, antecipando a estimativa de início de afrouxamento monetário de parte do mercado. Embora o comunicado tenha passado por poucas modificações, destaca-se a substituição do trecho de que mencionava que “a inflação permanecia elevada” por outro que destaca que houve “desaceleração no último ano ainda que ela siga elevada”, indicando uma maior convicção da convergência da inflação para a meta. Os dots, gráfico que mostra as expectativas dos membros do Comitê para as Fed Funds nos finais de cada ano, apontaram para uma mediana de 4,6% em 2024 (ante 5,1% anteriores) e de 3,625% em 2025.

Mantivemos nossa perspectiva de que o ciclo de diminuição das Fed Funds terá início em maio, embora reconheçamos que a probabilidade de começo em março ganhou probabilidade. O mais recente discurso do presidente do Fed, Jerome Powell, reforçou a visão otimista para a economia dos Estados Unidos, sugerindo que a atividade deva seguir em pouso suave (soft landing), e que o núcleo da inflação persista em desaceleração.

Gráfico 1 – Expectativas dos membros do FOMC para Fed Funds (Dot Plot)



Fonte: Federal Reserve, Buysidebrazil

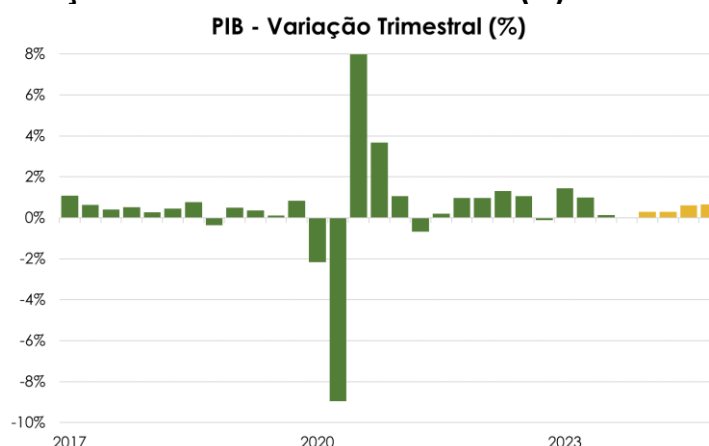


Para a China, prevemos crescimento econômico entre 4,0% e 4,5% do PIB em 2024, abaixo do avanço de 5,0% esperado para este ano. Esta desaceleração não deverá implicar grandes surpresas para os preços de commodities no próximo ano, que devem permanecer moderados, contribuindo para manutenção da desinflação global. Internamente, as adversidades do setor imobiliário vêm afetando a confiança na economia, com efeitos visíveis sobre a demanda doméstica, enquanto externamente, a atividade segue impactada pela menor demanda do Ocidente e as ainda presentes tensões geopolíticas com os EUA. A verificada tendência de depreciação do renminbi, a melhora das cadeias produtivas e a deflação do PPI chinês também seguirão contribuindo para a desinflação global de bens.

No Brasil, a atividade econômica deve acelerar ao longo de 2024, embora o crescimento anual do PIB deva ser menor. Além do menor carregamento estatístico esperado (0,8% para 0,3%), o recorde da safra não deve se repetir no ano que vem, os efeitos dos estímulos fiscais concedidos neste ano devem se dissipar e a atividade global deve seguir em desaceleração gradual. Projetamos elevação de 2,9% e de 1,6% do PIB neste e no próximo ano, respectivamente. Ainda assim, vale notar que a trajetória trimestral esperada por nós é bastante benigna. No trimestre com menor crescimento, a taxa é equivalente à média observada entre 2010 e 2019 (0,3% QoQ), com aceleração no segundo semestre para alta acima do registrado entre 2017 e 2019. Caso esse cenário se confirme ou haja surpresas positivas, as discussões acerca de um maior PIB potencial, decorrente dos impactos das reformas macro e microeconômicas realizadas nos últimos anos, devem se acelerar.

Entre os vetores positivos para o crescimento no próximo ano, destacam-se a força do mercado de trabalho e a continuidade do ciclo de corte de juros. Adicionalmente, nossas estimativas apontam para um potencial incremento de 0,1 p.p. diante de um maior número de dias úteis ante 2023, e de até 0,2 p.p. decorrente do pagamento integral do estoque de precatórios acumulados entre 2022 e este ano. Embora o montante a ser pago corresponda a cerca de 0,9% do PIB, estamos considerando em nosso cálculo apenas os precatórios alimentícios e de maior prioridade, que podem ser convertidos em consumo das famílias.

Gráfico 2 – Variação Trimestral do PIB brasileiro (%)

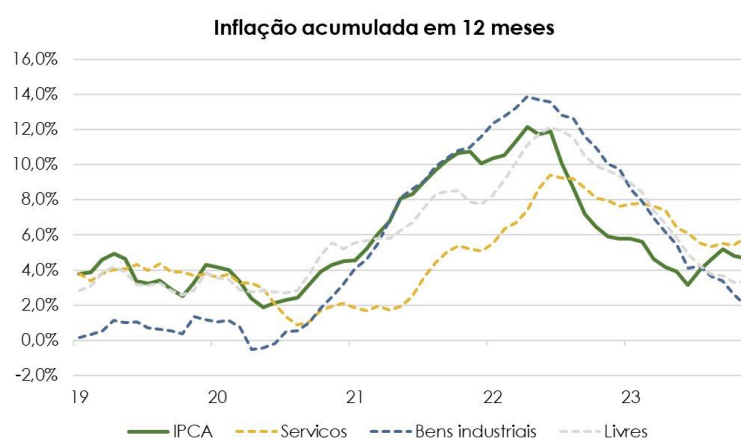


A despeito da robustez do mercado de trabalho, os indicadores divulgados até o momento não apontam para pressões inflacionárias adicionais. Ainda que a população ocupada tenha desacelerado em ritmo inferior ao inicialmente esperado, os rendimentos salariais têm recentemente perdido fôlego, após uma aceleração pontual no final do terceiro trimestre. Outros indicadores de salários têm apontado nessa mesma direção, reforçando nossa expectativa de que a desinflação dos núcleos deva continuar no próximo ano.

Nesse sentido, mantemos uma visão construtiva para a inflação em 2024, com continuação do seu processo de desaceleração (para 3,8%). Os efeitos das políticas monetárias contracionistas em países desenvolvidos e a atividade ainda enfraquecida na China darão suporte à desinflação de bens, auxiliando a acomodação dos núcleos. Ademais, a menor demanda global tende a limitar uma elevação relevante dos preços de petróleo. Internamente, o arrefecimento da economia – já refletido no ciclo de cortes de juros – também deve conter uma maior pressão nos preços de serviços. Neste sentido, embora a inflação cheia se encontre acima do centro da meta, os núcleos de inflação em 2024 já se encontrarão na meta de 3%.

Um ponto de atenção, porém já incorporado ao nosso cenário, é o preço de alimentação no domicílio, devido aos impactos altistas do fenômeno El Niño. O clima no início do ano indicará em que intensidade haverá repasses mais intensos ao consumidor. Ainda assim, acreditamos em uma performance melhor do câmbio ao longo do ano, que tende a contrabalancear esse efeito.

Gráfico 3 – Inflação ao consumidor (IPCA) acumulada em 12 meses (%)



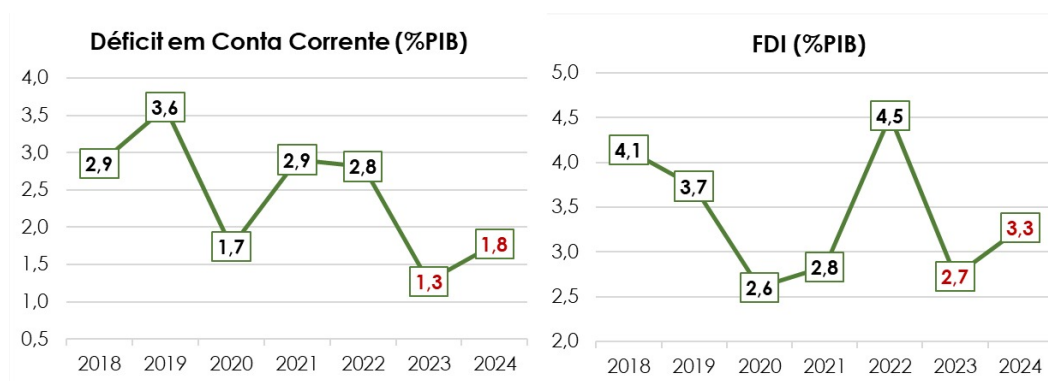
Fonte: IBGE, Buysidebrazil

Ressaltamos nossa visão também benigna para as contas externas. Destaque para a balança comercial que, embora ligeiramente mais fraca que neste ano, deve permanecer robusta. As exportações menos favorecidas pelas safras, em comparação a 2023, terão como contraponto alguma correção dos preços de grãos domésticos, o saldo da balança de petróleo – em patamar historicamente elevado e que tende a persistir forte – e importações mais fracas. Isso favorecerá o fluxo comercial, ainda que o exportador continue deixando no



(i) o ciclo de queda das Fed Funds favoreça o fluxo de investimentos em carteira para países emergentes, tendo em vista, o provável movimento de “risk-on”, (ii) o investimento estrangeiro direto seja superior ao deste ano, e que (iii) a acomodação de riscos fiscais favoreça o risco-país brasileiro. Essa perspectiva e o nosso ferramental técnico indicam, portanto, um câmbio no patamar dos R\$ 4,80 no primeiro semestre de 2024 (e depreciando no final do ano por conta da sazonalidade desfavorável de fluxo cambial) e um déficit em Conta Corrente de 1,8% do PIB no final do ano – com viés positivo.

Gráfico 4 – Balanço de Pagamentos (% PIB)



Fonte: BCBE, Buysidebrazil

Especificamente sobre política fiscal, a despeito do déficit primário crescente em 2023, entendemos que o balanço do ano foi positivo. Apesar dos ruídos observados ao longo do ano, vimos avanços importantes. O novo arcabouço fiscal foi aprovado, reduzindo o risco de trajetória explosiva da dívida pública, as principais medidas para impulsionar a arrecadação no próximo ano foram ou estão na iminência de aprovação no Congresso Nacional, e se endereçou o pagamento do estoque de precatórios que havia se acumulado desde 2022 (cerca de R\$ 95 bilhões). Além disso, optou-se pela manutenção da meta de primário, o que foi relevante para não reduzir a credibilidade do arcabouço fiscal em seu primeiro ano.

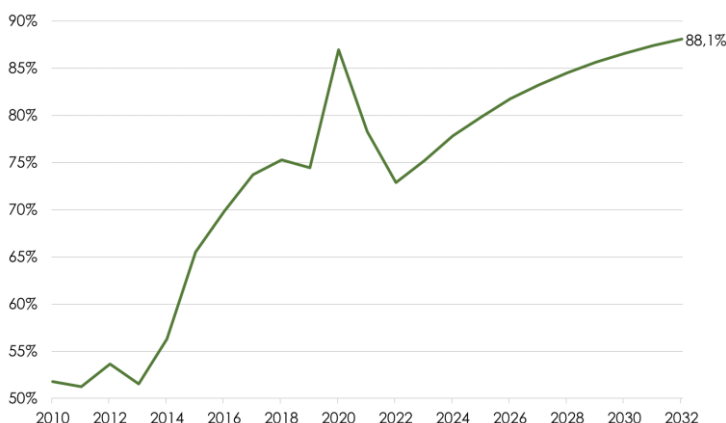
No curto prazo ainda vislumbramos moderação das receitas, diante da menor cotação internacional das commodities (com destaque para a queda recente dos preços de petróleo) e da desaceleração gradual da atividade econômica, enquanto as despesas devem seguir pressionadas, especialmente pelos aumentos contratados pela PEC da transição e pela aceleração dos gastos previdenciários.

Mantemos nossa visão de que o cenário fiscal continuará desafiador no próximo ano, mas seguimos acreditando que as contas públicas terão resultado melhor que o esperado pelo mercado. Projetamos resultado primário do Governo Central deficitário em R\$ 72,2 bi (0,6% do PIB), menos intenso que os R\$ 90,0 bi previstos pelo mercado, refletindo expectativa de maiores receitas com as medidas arrecadatórias. Se por um lado há riscos negativos, como a continuidade de aceleração do crescimento das despesas previdenciárias e menor contingenciamento, por outro as novas fontes arrecadatórias podem surpreender para cima (estamos considerando receitas abaixo das estimadas pela Fazenda), e o empocamento de despesas discricionárias comumente observado (em média 11% do



orçado não é gasto) pode contribuir para um resultado menos negativo. Para o médio e longo prazo, a dívida bruta como proporção do PIB deve seguir em elevação, embora a taxas decrescentes. Nesse sentido, medidas adicionais seriam necessárias para que a estabilização da dívida ocorresse mais rapidamente, especialmente do lado da despesa, que pela nova regra cresce em termos reais.

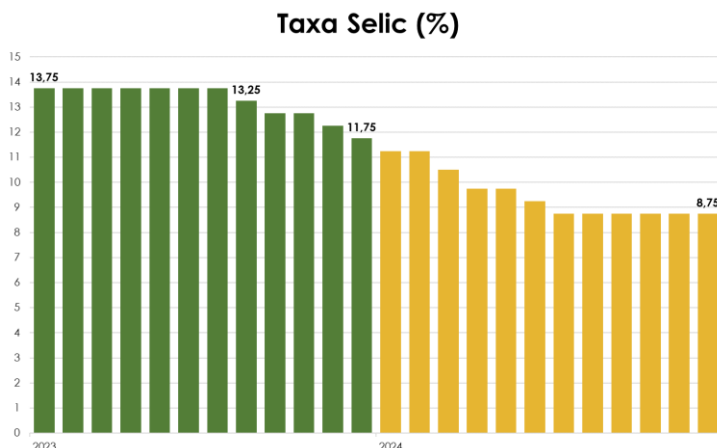
Gráfico 5 – Dívida bruta/PIB (%) – Recalculada pela Buysidebrazil após revisão do PIB nominal



Fonte: BCB, Buysidebrazil

Por fim, considerando nossas expectativas mais favoráveis para os ambientes global e interno, reduzimos nossa projeção de taxa Selic ao final de 2024, de 9,25% para 8,75%. A despeito da não convergência total das expectativas de inflação e da sinalização de manutenção do ritmo de cortes de juros nas próximas reuniões, acreditamos que o cenário descrito até aqui é compatível com uma aceleração da velocidade do afrouxamento monetário para 0,75 p.p. a partir de março. Adicionalmente, na passagem do primeiro para o segundo trimestre o horizonte relevante do Copom será majoritariamente 2025, favorecendo maior ritmo de redução, especialmente em um contexto de taxa de câmbio mais apreciada impactando os modelos de inflação da autoridade monetária.

Gráfico 6 – Taxa Selic (%) – Cenário Buysidebrazil



Fonte: BCB, Buysidebrazil



PROJEÇÕES MACROECONÔMICAS	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
PIB (%)	1,8	1,2	-3,3	5,0	2,9	2,9	1,6
Taxa de Desemprego (média, %)	12,4	12,0	13,8	13,2	9,3	8,0	8,1
IPCA (%)	3,7	4,3	4,5	10,1	5,8	4,50	3,80
Taxa Selic (final de período, %)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,25
Taxa de Câmbio R\$/US\$ (final de período)	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	4,90	4,90
Transações Correntes (US\$ bi)	-51,5	-65,0	-28,2	-46,4	53,6	-28,2	-36,1
Transações Correntes (% PIB)	-2,7	-3,5	-1,9	-2,8	-2,8	-1,4	-1,8
Balança Comercial - BCB (US\$ bi)	43,4	26,5	32,4	36,4	44,2	81,3	71,0
Investimento Direto Estrangeiro (US\$ bi)	78,2	69,2	37,8	46,4	87,2	58,3	75,0
Investimento Direto Estrangeiro (% PIB)	4,2	3,7	2,6	2,8	4,5	3,0	3,8
Resultado Primário do Governo Central (R\$ bi)	-120,2	-95,1	-743,3	-35,1	54,1	-215,8	-72,2
Resultado Primário do Governo Central (% PIB)	-1,7	-1,3	-9,8	-0,4	0,5	-2,0	-0,6
Resultado Primário do Setor Público (R\$ bi)	-108,3	-61,9	-703,0	64,7	126,0	-134,8	-59,2
Resultado Primário do Setor Público (% PIB)	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,3	-1,3	-0,5
Dívida Pública Bruta (% PIB)	75,3	74,4	86,9	78,3	73,5	75,2	77,8

NOSSA EQUIPE

Andréa Bastos Damico
 Ariana Zerbinatti
 Marcelo Alonso
 Gustavo Rostelato
 Thaís Rodrigues
 Adam Mountout
 Adam Tasca
 Pedro Tempel

Fundadora e CEO
 Sócia e Economista Sênior
 Sócio e Analista Macroeconômico
 Sócio e Analista Macroeconômico
 Analista Macroeconômico
 Gerente Internacional de Vendas
 Assistente de Pesquisas Econômicas
 Estagiário

andrea@buysidebrazil.com
 ariana@buysidebrazil.com
 marcelo@buysidebrazil.com
 gustavo@buysidebrazil.com
 thais@buysidebrazil.com
 adam@buysidebrazil.com
 adamtasca@buysidebrazil.com
 pedro@buysidebrazil.com

