



consenso
macroeconômico

Novembro/23

perspectivas 2024

O ano de 2023

A curva de juros dos EUA teve muita volatilidade em 2023. A movimentação pode ser traduzida por uma abertura expressiva de seus ramos mais longos. Essa movimentação foi o destaque no exterior e repercutiu fortemente também no cenário doméstico durante todo o ano, superando inclusive o impacto da dinâmica econômica local nos preços dos ativos.

As preocupações fiscais nos EUA parecem ser responsáveis por boa parte da piora do cenário de juros. Não há, no horizonte dos investidores, uma perspectiva de estabilização da dívida americana e o déficit do orçamento deve atingir o pior valor dos últimos 50 anos em 2023, com exceção da crise de 2008 e do período de Covid-19. Não há melhoras na projeção para os próximos anos.

Afora isso, existem fatores técnicos nos mercados. Os bancos centrais estrangeiros, menos sensíveis a preço, estão comprando menos títulos americanos, enquanto o Tesouro dos EUA está emitindo grande volume pelo déficit e para recompor o colchão de liquidez.

Ao mesmo tempo, o Fed seguiu adotando uma política monetária restritiva durante todo o ano de 2023, reduzindo de forma bastante veloz seu balanço de ativos. Além disso, o Fed sinaliza que manterá o juro alto por um longo período para controlar a inflação.

Forma-se, então, uma tempestade quase perfeita. Há desconfiança sobre o fiscal, a oferta de títulos aumenta e a demanda diminui. Assim, a curva abre e é inevitável que surja uma discussão sobre o nível de juros neutro, que agora pode ser mais alto.

Esse movimento, entretanto, se consolidou apenas no segundo semestre. No início do ano, a quebra do SVB, banco voltado para o mercado de startups nos

EUA, gerou cautela nas curvas que lidavam com a possibilidade de uma crise de crédito acometer a economia americana. Essa queda temporária dos juros nos EUA permitiu que os avanços do cenário fiscal brasileiro, com a aprovação do novo arcabouço fiscal, fossem capazes de gerar ganhos importantes para os ativos.

O novo arcabouço não convenceu completamente os investidores de que seria capaz de estabilizar a dívida pública brasileira, mas afastou a insegurança com a política fiscal parecida com os governos anteriores do PT. A desconfiança também é produto de um governo que pretende conseguir os 168 bilhões necessários para cumprir a meta por meio de mais arrecadação no ano que vem. Nenhuma política de cortes de gastos foi proposta neste ano.

Além do arcabouço, a reforma tributária dos impostos indiretos também foi apresentada na primeira metade do ano, criando a expectativa de um crescimento de longo prazo maior para Brasil. Mesmo que aprovada, a reforma só passará a valer a partir de 2027, com um longo período de transição, até 2032. O projeto final está sofrendo críticas e deve provocar um período de transição custoso para as empresas.

O ano também foi marcado pela expectativa de que o BC iria iniciar o ciclo de corte de juros, o que de fato se concretizou. Entretanto, a piora do cenário internacional e a volatilidade gerada pelas críticas do presidente da República à política monetária impediram que os juros pudessem ser cortados de forma ainda mais veloz como cogitavam investidores. Em determinado momento o Focus projetava Selic a 8,75% ao final de 2024.

A dinâmica de inflação no Brasil, seguiu melhorando ao longo do ano especialmente quando avaliadas as medidas mais persistentes de inflação. Na variação 12 meses, o resultado do ano foi afetado negativamente pela reversão dos cortes de impostos de 2022. Mesmo assim, o relatório Focus projeta uma inflação ao final de 2023 dentro do limite superior estabelecido pelo regime de metas, em 4,59%.

A atividade econômica também se manteve forte ao longo do ano. A surpresa com relação às expectativas do final de dezembro de 2022 veio do setor de serviços, que seguiu resiliente, e especialmente do agro, com safra muito expressiva. No primeiro trimestre, a produção agropecuária cresceu 21% em relação ao período anterior.

De igual modo, o mercado de trabalho permaneceu muito aquecido, com taxa de desemprego abaixo da neutra ao longo de quase todo o ano. Ainda resta saber se esse estado do mercado de trabalho é fruto de mudanças estruturais ou se é apenas reflexo de uma dinâmica mais fraca da taxa de participação. De toda forma, neste final de ano, já vemos um ritmo mais lento para a criação de vagas de emprego.

Outro destaque deste ano foi a desconfiança com o crescimento chinês. Ao final de 2022, os investidores esperavam que, com o fim da política de zero Covid, o crescimento da China ganhasse força. Não foi o que aconteceu. Depois de um impacto de curto prazo, a economia estagnou e o governo foi obrigado a promover fortes estímulos para atingir suas metas de crescimento. As medidas parecem ter surtido algum efeito, mas não conseguiram apagar as inseguranças sobre o modelo de crescimento chinês, especialmente no ambiente de crise do setor imobiliário e de repressão às grandes empresas privadas.

A Europa também viu um crescimento mais moderado em 2023. A queda da atividade, inclusive parece ter ajudado a uma queda mais veloz da inflação, fez com que o ECB (Banco Central Europeu) pudesse parar de subir os juros em um patamar mais baixo do que os EUA.

A guerra contra a Ucrânia continua, mas seus efeitos nas matérias primas foram mitigados por rápidas adaptações da cadeia de produção global. Outra tensão geopolítica veio à tona com a eclosão da guerra em Israel. Os efeitos econômicos desse conflito são mais limitados se não envolver outros países da região.

O principal tema para o ano que vem continuará a taxa de juros nos EUA. O ano de 2024 tem tudo para ser um período de política monetária restritiva por parte do Fed. Nas suas últimas projeções, o BC americano sinalizou o corte de apenas 50 bps da sua taxa de juros no ano que vem. Além disso, as preocupações com o equilíbrio fiscal nos EUA não necessariamente serão solucionadas de forma imediata, especialmente em ano de eleição, criando pressão relevante para toda a curva de juros americana. Esse cenário indica que viveremos em um ambiente de juros mais alto no mundo e conseqüentemente no Brasil.

Os juros mais altos no ano que vem colocam pressão importante sobre o BC, que não poderá cortar tanto sua taxa básica. Nossa projeção é de que o Copom consiga atingir uma Selic de 9,25% ao final de 2024. Os cortes devem ser progressivos, a um ritmo de 50bps por reunião. Afora os desafios do cenário externo, o BC terá de lidar com uma dinâmica negativa de expectativas, que incorporam uma política fiscal expansionista no Brasil.

Desde que o arcabouço fiscal foi aprovado, não se acreditava que ele seria capaz de estabilizar a dívida nem que suas metas seriam cumpridas. Para o ano que vem, quando haverá eleições municipais, o governo já sinaliza uma possibilidade de mudança na meta. Nossa expectativa é de que o governo tenha um déficit fiscal de -1% do PIB em 2024, muito pior que a meta de equilíbrio no resultado primário.

Se esse cenário se concretizar, o gatilho para crescimento dos gastos deveria ser acionado, algo que ainda temos dúvidas se acontecerá. O Brasil tem o costume de viver regimes de exceção quando se trata de regras fiscais. Não esperamos grande mudanças do governo nesse aspecto e as políticas de consolidação devem ser focadas especialmente no aumento de arrecadação, sem considerar cortes de gastos, que são extremamente importantes para a credibilidade e sustentabilidade do regime fiscal.

Dentre os temas a serem discutidos no ano que vem, é provável que uma segunda etapa da reforma tributária, focada na renda, entre na pauta. Temas polêmicos da reforma indireta também devem ser definidos no ano que vem.

Efeitos climáticos do El niño

Além da questão fiscal, o BC também terá de ficar atento aos efeitos climáticos do El niño, que, por um lado, afetam o crescimento negativamente e, por outro, pressionam preços. O evento climático pode ter um efeito negativo nos itens de alimentação, afetando safras mais curtas.

As projeções indicam crescimento mais fraco no ano que vem, com menor colaboração do agro e com os efeitos da taxa de juros ainda restritiva. Em 2024, esperamos que a economia cresça mais lentamente, um pouco abaixo de seu potencial. O PIB brasileiro deve registrar alta de 1,5%, enquanto seu potencial seria próximo a 2%.

Ao mesmo tempo, o evento climático contribui como uma pressão altista para a inflação, que deve ficar em 4% no ano que vem – acima da meta, mas dentro do intervalo de tolerância. Sobre a dinâmica de inflação, investidores seguirão atentos à desaceleração das medidas subjacentes, especialmente núcleos e serviços e às expectativas de inflação, que podem ser prejudicadas pela deterioração fiscal.

Assim como nos principais países do mundo, outro ponto de atenção para o ano que vem será a dinâmica do mercado de trabalho, que, em 2023, se manteve muito aquecido. Esperamos que, para o ano que vem, a desaceleração esperada se concretize, com a taxa de desemprego no Brasil se aproximando da neutra que está próxima de 9,5%.

Soft landing e fator geopolítico

No exterior, o crescimento americano deve desacelerar ao longo de 2024. Sinais incipientes dessa movimentação já são vistos nos dados de mercado de trabalho e os juros altos serão impeditivos para que um ritmo como dos últimos dois anos seja mantido. No ano que vem, conseguiremos, de fato, avaliar se o Fed será capaz de controlar a inflação sem provocar uma recessão na economia americana. Atualmente, as chances pendem ligeiramente para essa hipótese mais otimista, conhecida como soft landing.

A inflação também deve seguir uma trajetória de queda nos EUA, como já tem sido registrado. Não é claro, entretanto, o ritmo da desaceleração. O Fed projeta uma inflação de 2,5% para o final do ano que vem, ainda ligeiramente acima de sua meta, de 2%, mas outros investidores colocam em seus cenários uma inflação mais persistente, que será puxada pelo setor de serviços, pressionado por um mercado de trabalho ainda forte.

Desde 2016, a corrida eleitoral nos EUA passou a ser acompanhada atentamente e ano que vem não será diferente. Os candidatos mais bem cotados são Donald Trump, que tem uma predileção por cortes de impostos, e Joe Biden, que daria prosseguimento às políticas adotadas desde 2021. Ambos os presidenciáveis, entretanto, devem seguir expandindo os gastos do governo, sem grandes políticas de contenção, o que, como já se sabe, tem custos políticos altos.

Outros dois pontos de atenção no cenário de crescimento global são o crescimento da China e da Europa. A Zona do Euro já mostra uma economia estagnada neste ano, o que tem ajudado no controle de suas medidas de inflação. Com a inflação ainda alta, não está claro quais serão os impactos da política monetária restritiva para o crescimento da região em 2024.

Para a China, a incerteza é de longo prazo. Por isso, as dúvidas sobre o modelo de crescimento chinês continuarão no ano que vem. O foco será especialmente no mercado imobiliário que tem recebido políticas fiscais expansionistas, mas que ainda mostra certa fragilidade. Nos últimos 10 anos, esse setor tem sido uma das bases do crescimento do país. A dificuldade, que deve persistir na China, é a transição para um crescimento com maior resiliência voltado especialmente para o consumo e para o setor de serviços.

A geopolítica também seguirá tema relevante. Há eleições nos EUA e duas guerras que devem seguir em andamento. Para Israel, os investidores monitorarão os riscos de contaminação para a guerra; para a Ucrânia, a guerra deve se estender pelo ano, à espera de uma resolução. O fator geopolítico deve fazer com que o lento processo de reorganização das cadeias de produção tenha prosseguimento.

| | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------------------------------------------|----------|------|-------|-------|------|
| <i>Crescimento do PIB Real</i> | % | 4.6 | 2.9 | 2.8 | 1.5 |
| <i>Taxa de câmbio - final de período</i> | R\$/US\$ | 5.58 | 5.24 | 5 | 4.5 |
| <i>IPCA</i> | Var. % | 10.1 | 5.8 | 4.6 | 4 |
| <i>Selic - Final de período</i> | Var. % | 9.25 | 13.75 | 11.75 | 9.25 |