



consenso  
macroeconômico

*Janeiro/24*

- No contexto global, os conflitos no leste europeu e no Oriente Médio trazem riscos para a economia internacional;
- Enquanto isso, nos EUA, o FED busca agir com cautela no processo de desinflação; na Europa, o combate à inflação permanece;
- A China segue atenta à sustentabilidade de seu crescimento econômico.

Apesar do ano novo, os temas centrais no cenário macroeconômico permanecem os mesmos do final de 2023. Investidores estão especialmente atentos aos temas geopolíticos e ao posicionamento do Fed frente a dinâmica recente dos dados da economia americana.

Sobre a geopolítica internacional, iniciamos o ano com duas guerras que já estavam em andamento: a da Ucrânia e a de Israel. Ambos os conflitos não têm solução à vista e podem perdurar por bastante tempo. No caso da Ucrânia, a guerra já dura mais de um ano, e os choques para as cadeias globais parecem ter sido assimilados. Em Israel, o conflito é mais recente e ainda há insegurança no que se refere a extensão dos efeitos da guerra. Dois são os maiores riscos monitorados, ambos atrelados à possibilidade do conflito se estender para demais países na região.

O primeiro risco monitorado é o de preços de petróleo, que poderiam aumentar caso outros países árabes se envolvessem no conflito. O aumento poderia ocorrer em virtude de uma queda de produção, já observada em outros momentos de disputas com o Irã, ou por sanções que poderiam ser impostas aos países envolvidos, reduzindo ainda mais a oferta global. O segundo risco diz respeito a cadeia de suprimentos que já tem visto choques relevantes, com os recentes ataques houthis a navios no mar vermelho. Os ataques obrigam os cargueiros a fazerem uma volta pelo sul da África, o que atrasa as entregas e pode aumentar preços de fretes.

Os riscos geopolíticos altistas para a inflação, entretanto, contrastam com uma expectativa cada vez mais consolidada de cortes de juros pelo Fed ainda no primeiro trimestre do ano. Em dezembro, o Fed aliviou, de forma bastante significativa, o posicionamento da política monetária. Além de mostrar projeções mais baixas para a taxa de juros ao final de 2024, a comunicação do presidente

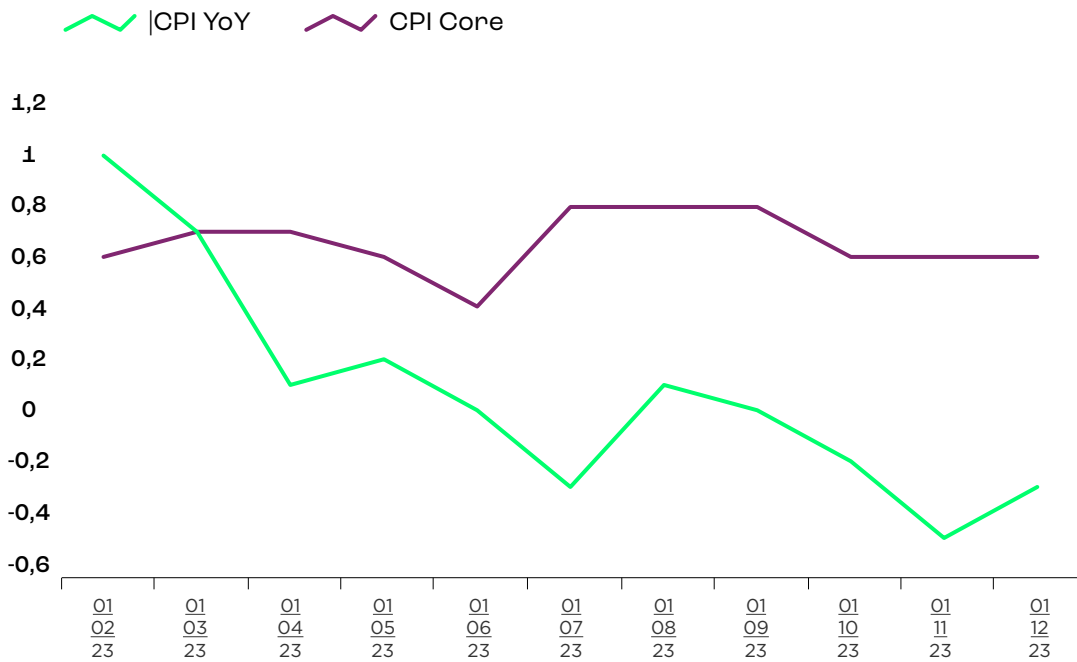
ressaltou que o BC americano provavelmente já tinha terminado o ciclo de altas. A reação do mercado ficou bem clara na precificação da curva de juros, que deixou de projetar cortes ao final do ano e passou a considerá-los já na segunda reunião, em março.

Já na ata da reunião, a autoridade monetária americana corrigiu o tom, dando ênfase à necessidade de cautela com o processo de desinflação observado até aqui. Em seguida, a primeira divulgação do ano também desencorajou investidores, com a inflação ligeiramente pior do que o esperado. Declarações públicas de ex-presidentes do Fed após CPI defenderam cautela na condução da política monetária, considerando que o caminho de desinflação para a meta não é linear, como observado nos dados.

Além dos números de inflação, a última divulgação dos dados de emprego também não é muito encorajadora para cortes acelerados de juros, visto que seguiu indicando um mercado de trabalho apertado. De acordo com o relatório mais recente, houve estabilidade da taxa de desemprego no nível de 3,7% que é inferior à taxa neutra de desemprego americana.

Enquanto os EUA continuam preocupados com a política monetária, tentando antever os primeiros cortes de juros, a China segue atenta à sustentabilidade do seu crescimento. No terceiro trimestre de 2023, a China apresentou alta do PIB de 5,2%, garantindo um crescimento anual próximo à meta do Partido Comunista Chinês e apenas ligeiramente abaixo das expectativas. Não está claro, entretanto, por quanto tempo as medidas de estímulo do partido serão capazes de fomentar o crescimento pelo lado da oferta. A demanda agregada chinesa não parece reagir. Sintoma disso é a inflação, que, na variação anual, acumula queda de 0,3%.

## Inflação China



A Europa segue vendo uma dinâmica um pouco mais tradicional das suas variáveis econômicas. A inflação continua desacelerando, com boa resposta da inflação subjacente as restrições monetárias. Ao mesmo tempo, a atividade mostra ritmo mais lento, tanto

para o setor manufatureiro quanto para os serviços. Apesar da queda da atividade, o BCE permanece inflexível no combate à inflação, que se mantém acima de seus objetivos de política monetária.

## Cenário Doméstico

- No Brasil, as definições do novo sistema tributário devem tomar espaço importante na agenda legislativa do ano;
- O Banco Central deve continuar cortando juros lentamente;
- Nossa projeção de crescimento econômico é de 1,5% em 2024.

No Brasil, investidores ainda tentam avaliar qual será a agenda do ministério da Fazenda para este ano. As primeiras movimentações políticas de 2024 já nos permitem fazer alguns prognósticos.

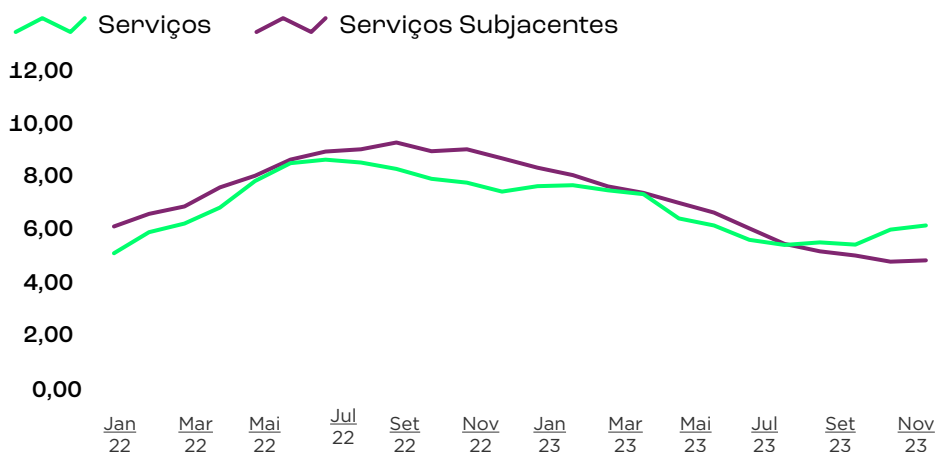
A volta do recesso parlamentar deve ser marcada por uma reavaliação da meta fiscal de 2024. O arcabouço fiscal, estabelecido no ano passado, determinou uma meta de déficit zero para este ano, algo que até agora não foi incorporado nas expectativas de economistas, que mantêm projeção de déficit de 1% do PIB para o ano.

Imaginamos que a meta ainda poderá ser alterada por dois motivos. Em primeiro lugar, as declarações do presidente da República no final do ano passado já sugeriam isso. Ademais, o ministério da Fazenda considerava o veto à continuidade da desoneração da folha de pagamento para cumprir a meta; a medida, entretanto, foi derrubada pelo Congresso. Agora, o governo tenta fazer uma nova MP para reonerar os setores beneficiados, algo que o parlamento pode novamente rejeitar. Comentários preliminares do secretário executivo da Fazenda indicam que, caso não haja reoneração, zerar o déficit é inviável.

Além da condução da política fiscal, que estará em xeque a todo momento no primeiro ano de vigência da nova regra fiscal, as definições do novo sistema tributário devem tomar espaço importante na agenda legislativa do ano. Até março, o governo espera ter 19 grupos de trabalho instaurados no Congresso para debater os temas que foram deixados em aberto pelo projeto aprovado no final do ano. Dentre esses temas, estão o valor da alíquota do IVA, bem como os regimes de exceção, detalhes cruciais para eficácia da reforma.

Para as variáveis macroeconômicas, o início de 2024 concretizou um bom resultado para o BC. Pela primeira vez em dois anos, o BC atingiu sua meta de inflação, ficando ligeiramente abaixo do teto, de 4,75%. Apesar da ausência de carta de justificativa, a divulgação de inflação de dezembro justifica a cautela do BC no ritmo de cortes de juros. O resultado veio ligeiramente pior do que o esperado, marcando alta de 0,56% de alta no mês. Também há pressão para a inflação subjacente, com serviços voltando a acelerar para 6,22% no mês.

### Inflação de serviços e serviços subjacentes



Mesmo assim, o BC deve continuar cortando os juros lentamente. Acreditamos que o ritmo estabelecido, de 50bps por reunião, é adequado para os próximos passos. A discussão agora deve voltar-se para em que patamar o BC irá parar de cortar os juros. Os economistas apostam em 9% para a Selic ao final do ciclo. Em virtude das incertezas no cenário externo, projetamos uma taxa de 9,25% ao final do ano.

Na seara da atividade econômica, os dados do final de 2023 seguem apontando para o cenário esperado, de uma lenta desaceleração da economia, que deve se estender por parte de 2024. Como já explicitado em comunicados anteriores, esperamos que o crescimento da economia brasileira em 2024 seja de 1,5% no ano.

		2022	2023	2024	2025	2026
<b>Atividade Econômica</b>	<b>Unidade</b>					
Crescimento do PIB Real	%	2,9	2,9	1,5	1,75	2
<b>Câmbio, Juro e Inflação</b>	<b>Unidade</b>					
Taxa de câmbio - final de período	R\$/US\$	5,24	4,85	4,50	4,25	4,25
IPCA	Var. %	5,8	4,6	4,0	3,7	3,5
Selic - Final de período	Var. %	13,75	11,75	9,25	8,75	8,50