



ÁGORA
INVESTIMENTOS



Insights

Perspectivas Econômicas

Seu boletim mensal de economia



27.12.2023

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

Maria Clara Negrão
Economista



Juros menores nos EUA trazem otimismo. Qual o impacto disso para o Brasil?

Cenário Internacional

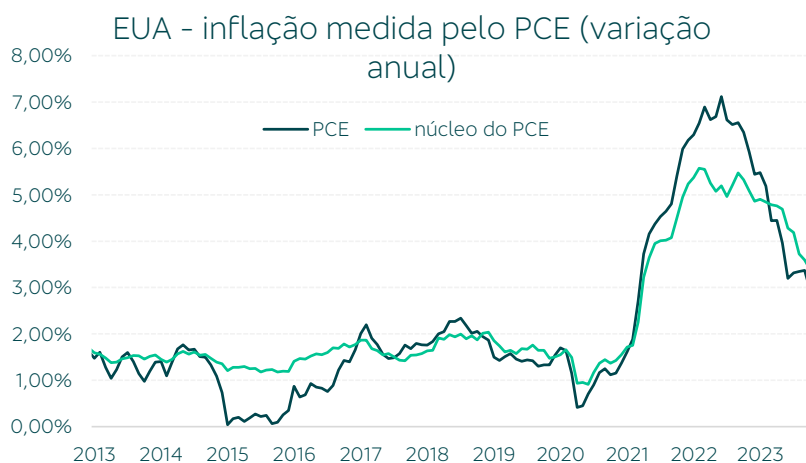
O mês de dezembro foi novamente marcado pelos eventos do cenário internacional. A reunião de dezembro do FOMC foi decisiva e determinante para ditar o rumo dos negócios nos últimos dias do ano.

Conforme era amplamente aguardado, o banco central norte-americano manteve as taxas de juros básicas inalteradas no intervalo de 5,25-5,5%. A decisão em si foi unânime. O comunicado pós decisão indicou que a economia americana está desacelerando, após um forte 3T23 e que a inflação arrefeceu, porém ainda permanece elevada. Quanto às projeções econômicas, o Federal Reserve revisou para baixo as projeções de inflação e núcleo da inflação e indicou 3 cortes de juros em 2024 de 0,25% cada. Por fim, na entrevista coletiva, o presidente do Fed, Jerome Powell, pavimentou o caminho para início de corte de juros nos EUA em 2024.

Ainda que a decisão de manutenção de juros em si já fosse esperada, o tom mais dovish (moderado) empregado por Powell surpreendeu os mercados (até os mais otimistas), provocando uma antecipação na expectativa de início de corte de juros nos EUA para março. Nos últimos dias, as curvas de juros futuros têm apontado para um corte de cerca de 1,5 p.p. nas fed fund rates em 2024. Com isso, houve queda relevante nos juros das treasuries, enfraquecimento do dólar, alta das bolsas americanas e um rally no Ibovespa que caminha para encerrar o ano acima dos 133 mil pontos. Em resumo, podemos dizer que a decisão do Fed foi muito favorável para os ativos de risco.

A partir de agora, cabe a discussão: olhando para os fundamentos da economia americana, as condições para que seja possível uma antecipação no início do ciclo de corte de juros nos EUA estão na mesa?

Em termos de inflação, o índice de preços de gastos com consumo (PCE), indicador preferido do Fed, desacelerou na passagem de outubro para novembro na variação anual, de 2,94% para 2,64%. O núcleo do PCE, que exclui alimentos e energia, também desacelerou neste mesmo período, de 3,39% para 3,16%. Apesar de leituras recentes mais benignas para inflação, o núcleo do PCE segue ainda distante da meta do Federal Reserve de inflação em 2%. Assim sendo, entendemos que o Fed ainda não possa declarar vitória final no combate à inflação.



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

Em se tratando de atividade, cabe dizer que, o mercado de trabalho segue muito resiliente. Foram criados 200 mil postos de trabalho no mês de novembro e a taxa de desemprego recuou para 3,7%. Os dados recentes de vendas no varejo mostraram que o consumo das famílias permanece robusto. De acordo com as projeções do Fed de Atlanta (GDP now), a expectativa é de crescimento de 2,3% na variação trimestral em termos anualizados no 4T23.

Assim sendo, pensando em 2024, podemos traçar dois cenários possíveis para os EUA. O primeiro seria o Fed “vencendo” a inflação e não conseguindo evitar uma recessão (ainda que esta possa ser branda e rápida). O segundo seria o Fed não conseguir levar a inflação para a meta, ocorrendo um pouso suave da economia americana. Os últimos dados têm caminhado mais na direção deste último cenário.

Temos dificuldade de imaginar um terceiro cenário de inflação controlada e economia desacelerando gradualmente sem sobressaltos e sem recessão. **Não estamos convencidos de um “pouso suave” da economia americana. Os EUA devem enfrentar um período de recessão em 2024, ainda que por um período breve. Achamos um tanto quanto precipitado estes cenários de queda de juros nos EUA já em março.** Vale dizer que, nos últimos dias do mês, os dirigentes regionais do Fed têm tentado ajustar as expectativas do mercado quanto ao início do corte nas fed fund rates.

Finalmente, em termos de investimentos, vale reforçar que, a resultante de queda de juros e recessão é liquidamente ruim para os EUA e, principalmente, para os países emergentes, em termos de ativos financeiros. Vemos a reação do mercado recente como um pouco exagerada diante das incertezas ainda presentes.

Brasil

Discorreremos acima a respeito da possibilidade de o Federal Reserve antecipar seu início de ciclo de cortes de juros nos EUA. Com isso em mente, até onde a Selic pode ir? Quais os impactos disso para os investimentos?



Antes de discutirmos esta questão, se faz necessária uma breve contextualização. No mês de dezembro, também foi destaque a decisão de juros no Brasil. Como era amplamente esperado, o Banco Central brasileiro, novamente, pela 4ª vez consecutiva, cortou os juros na magnitude de 0,5 p.p., levando a Selic para novo patamar de 11,75% a.a.

Para as próximas decisões, o BC antevê unanimemente, redução de juros de mesma magnitude. Em outras palavras, o BC indicou que deve seguir cortando juros na magnitude de 0,5 p.p. pelo menos até março de 2024.

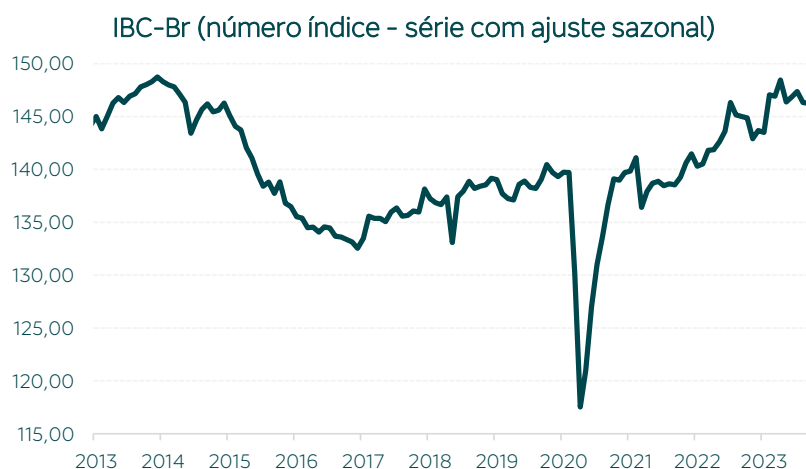
Analisando a ata do Copom, o BC não deixou espaço para aceleração nos cortes de juros nas próximas reuniões. Ou melhor, o BC não parece estar disposto a cortes mais agressivos de juros (-0,75 p.p., por exemplo), ainda que o Fed dê início mais cedo ao ciclo de corte de juros nos EUA.

O que esperar em termos de taxa de juros ao final do ciclo de queda da Selic?

Estamos revisando nosso número de Selic terminal (a ser atingida em meados de 2024) de 9,75% para 9,5%. As incertezas fiscais nos impedem de trabalharmos com números abaixo disso.

Pelo prisma da atividade, fazendo uma breve retrospectiva, o PIB do 3T23 mostrou uma estagnação da atividade no Brasil. Analisando a abertura dos dados, os números mostraram uma economia com força no consumo e fraqueza nos investimentos. Isso sugere menos crescimento à frente e não mais. Vejamos os detalhes: o PIB do 3T23 cresceu 2,0% em relação a 3T22, o consumo cresceu 3,3%, mas os investimentos caíram -6,8%. É o quarto trimestre consecutivo com queda nos investimentos.

Além disso, os dados mensais recentes, referentes ao mês de outubro, como por exemplo, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) e o IBC-Br – principal indicador de atividade econômica do Banco Central, não indicam uma reaceleração da economia brasileira no 4T23. Muito pelo contrário, os indícios são de uma economia sem tração, “andando de lado”.



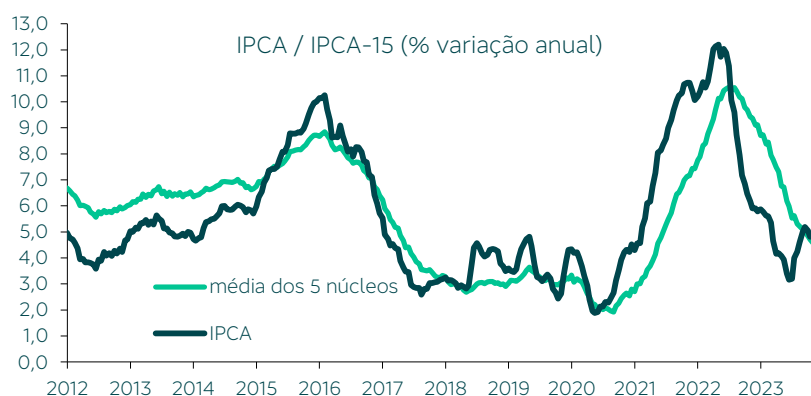
Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos



Ainda que as vendas de Black Friday em novembro e de Natal em dezembro possam impulsionar o comércio no 4T23 e mesmo considerando um mercado de trabalho e massa salarial ainda resilientes, não vislumbramos um reaquecimento da economia no final do ano. **Projetamos um PIB levemente negativo no 4T23 (-0,2% na variação trimestral). Para 2023, projetamos um PIB de 2,8%.**

Em 2024, entendemos que, a taxa de crescimento irá de aproximadamente 3% nesse ano para menos que a metade disso no próximo. Na nossa visão, a economia em 2024 vai se desacelerar sem o impulso fiscal de fins de 2022 (PEC da transição), não contará com a safra absolutamente espetacular de 2023, e, provavelmente, veremos um menor impulso das exportações com uma economia global mais fraca. **Esperamos um crescimento mais tímido em 2024. Estamos revisando nosso número de 1,2% para 1,4%. Basicamente levamos em conta que a solução de pagar imediatamente precatórios da ordem de R\$ 95 bilhões, libera gastos neste montante que outrora não seriam executados.** Vale comentar que o mercado (Pesquisa Focus) projeta PIB de 1,5% no ano que vem.

Pela ótica de inflação, podemos dizer que, esta perda de ímpeto da economia brasileira, notadamente em 2024, ajuda a inflação que, já vem se mostrando comportada. No ano, o IPCA acumula alta de 4,04% e, nos últimos 12 meses, de 4,68%, abaixo dos 4,82% observados nos 12 meses imediatamente anteriores. **Para 2023, vislumbramos IPCA em 4,6%.**



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

E para 2024, o que podemos esperar? No ano que vem, trabalhamos com expectativa de 3,7% de IPCA. Os principais riscos no radar que devem ser monitorados no que tange à inflação são: (a) preço do petróleo e implicações para preço de combustível, sendo que estruturalmente, o viés é de alta se considerarmos o balanço de oferta e demanda da commodity (subinvestimento no setor de petróleo ao longo dos anos), (b) preço de alimentos e o fenômeno climático El Niño (com uma queda na produção de soja e milho, por exemplo), (c) aumento de tributação – aumento do ICMS precaucionário, subvenção do ICMS, importações de pequeno valor são alguns exemplos de tributos que podem incrementar a inflação em 2024. Se esses são riscos “altistas” para a inflação, uma atividade menor (até mais fraca que o consenso) e um real mais valorizado frente ao dólar podem ajudar na melhora da inflação.



Para terminar, vale reforçar que, em regimes de metas de inflação como o brasileiro, as expectativas de inflação são fundamentais. Nesse ponto, as expectativas de longo prazo – de acordo com os últimos números da Pesquisa Focus para 2025, 2026 e 2027, se encontram 0,5 p.p. distantes da meta do Banco Central, agora contínua e fixa em 3%. Esta desancoragem da inflação está intimamente relacionada às incertezas fiscais.

E por falar em contas públicas, o governo tem feito um esforço para manter a credibilidade do arcabouço fiscal. A meta de déficit primário zero, por enquanto, continua válida para 2024. Neste momento, a próxima janela de oportunidade para mudanças é março do ano que vem, quando será publicado o primeiro relatório bimestral de avaliação de receitas e despesas. O mercado, de acordo com a mediana do relatório Focus, projeta déficit de 0,8% do PIB em 2024.

Entendemos que o déficit primário em 2024 irá superar 1% do PIB. Na nossa visão, é improvável que a meta seja atingida, mesmo considerando as medidas de aumento da arrecadação aprovadas no Congresso. Por exemplo, a medida provisória (MP) de subvenções do ICMS pode resultar em uma arrecadação extra de R\$ 60 bilhões em 2024. Porém, em nossos cálculos, já expostos em relatórios passados, para se chegar em primário zero seria necessária uma arrecadação extraordinária da ordem de R\$ 170 bilhões.

De qualquer forma, é importante dizer que, manter o alvo, descumpri-lo e permitir que os gatilhos do arcabouço entrem em ação (em caso de descumprimento, o crescimento dos gastos fica limitado a 50% da variação das receitas) seria o melhor caminho para não macular a credibilidade fiscal. Vale dizer ainda que, mesmo uma alteração da meta não seria de todo ruim, desde que ela continuasse exigindo algum tipo de esforço fiscal do governo. Adicionalmente, as metas dos anos subsequentes (superávits de 0,5% e 1% do PIB em 2025 e 2026, respectivamente) também nos parecem irrealistas e o debate sobre o cumprimento delas deve ganhar corpo ao longo do 1º semestre de 2024.

Em síntese, o que mais importa para as finanças públicas e para os impactos nas taxas de juros é o aumento futuro da dívida pública. **Vislumbramos um crescimento de 10 pontos percentuais do PIB na razão dívida/PIB até o final dessa década.** Isso tudo impõe uma severa restrição a quedas mais substanciais das taxas reais de juros (abaixo de 5% reais).

Se, por um lado, o ambiente fiscal é repleto de dúvidas e incertezas, por outro, os dados do setor externo apontam para um cenário tranquilizador. Isso porque, nos últimos meses, as sucessivas revisões positivas no saldo comercial têm permitido que os economistas estimem menores déficits em conta corrente em 2023.

Para 2024, há boas razões para acreditarmos na continuidade (mesmo que em menor intensidade) deste momento mais favorável para as exportações e menos favorável para as importações.

Vemos o déficit em conta corrente de 1,2% e 1,4% do PIB em 2023 e 2024, respectivamente. Em resumo,



déficits moderados e margem para absorver eventuais choques negativos reforçam a percepção de calma no setor externo.

Esperamos câmbio em R\$ 4,80 e R\$ 5,00 ao final de 2023 e 2024, respectivamente.

Resumo das projeções	2020	2021	2022	2023	2024
Crescimento PIB real (% IBGE)	-3,9	4,6	2,7	2,8	1,4
IPCA (fim de período, IBGE, %)	4,5	10,1	5,8	4,6	3,7
SELIC meta (dezembro, %)	2,00	9,25	13,75	11,75	9,50
R\$/US\$ (fim de período)	5,2	5,58	5,22	4,80	5,00
Resultado primário (% do PIB)	9,4	-0,8	-0,5	-0,9	-1,0

Fonte: Ágora Investimentos

Investimentos

Ao escrevermos as perspectivas econômicas e os impactos para os investimentos em 2024, não podemos fugir de uma visão sobre preço-alvo para as estimativas do Ibovespa para dezembro de 2024. A equipe de análise do Bradesco BBI estima em 157.000 pontos o valor do Ibovespa em fins de 2024. Isso parece otimista? Não nos parece. Num processo básico de estimação quando os juros estão em 11,75% e considerando também um prêmio de risco ao redor de 7% (equity risk premium), expectativas de uma valorização do Ibovespa em torno de 20% para o ano deveriam ser vistas como perfeitamente normais. Não devem, portanto, ser vistas como otimistas.

Nossa visão passa pelas considerações alocativas vistas de forma mais panorâmica. Um investimento em ações é naturalmente mais arriscado que os investimentos em renda fixa, sobretudo títulos do governo. Seria, então, o caso de considerar que os investimentos em ações podem ser muito melhores que o esperado ou muito piores (variância das possibilidades) quando comparados à renda fixa. A parte interessante é que aparentemente pensamos nos riscos negativos (choques), mas há também razões para uma certa simetria, isto é, eventos simétricos para ambos os lados.

O grande risco com impactos potencialmente negativos, é a eventualidade de uma recessão nos Estados Unidos. O tema é controverso com apostas para todos os lados, desde um pouso suave até uma recessão mais forte. Nós temos uma visão bastante clara: é difícil para os Estados Unidos escaparem de uma recessão, ainda que suave entre meados de 2024 e o início de 2025, dado o tremendo aperto monetário que se fez e as suas consequências defasadas. Há também a reação que o FED americano teria diante de uma desaceleração mais forte e até mesmo maior recessão. Será que ele teria condições de cortar agressivamente os juros, como sempre fez no passado, detonando um processo de tomada de risco e alta generalizada dos preços dos ativos? A inflação é ainda alta por qualquer métrica nos EUA e distante das metas; os déficits fiscais, os maiores em décadas; e haverá uma eleição polarizada nos Estados Unidos, em novembro de 2024. Isso tudo deixa mais complicado o cenário.

Podemos ter choques positivos também. Todas as guerras acabam. Vamos imaginar que diante de várias restrições (políticas) no fornecimento de armas à Ucrânia, esta e a Rússia poderão ser tentadas a acabar



a guerra com algum tipo de acordo. Entendemos que essa possibilidade é, em 2024, a maior que jamais foi desde o início da guerra, em fevereiro de 2022. Em relação aos acontecimentos no Oriente Médio, imaginamos que o que está acontecendo na faixa de Gaza não irá se prolongar por anos. Não queremos ser especialistas nesses assuntos, mas isso tudo é só para dizer que, choques positivos podem acontecer impactando a tomada de decisão.

Difícilmente esses níveis de taxa de juros devem continuar. Ao mesmo tempo, por enquanto, e até meados de 2024, podemos imaginar que o investidor deva priorizar investimentos em renda fixa. Afinal, as taxas reais de juros em torno de 7% ou mais são muito favoráveis. A melhor recomendação é que se “proveite” essas taxas de juros, pois na medida que a melhora da inflação for consolidada será bastante provável que as taxas nominais caminhem para abaixo de 9% em 2025 (9,5% em fins de 2024). Juros nominais em torno de 9% significam juros reais entre 5% e 6%, ainda assim atrativos. **Entendemos que está havendo uma transição de um ambiente de altíssima taxa de juros (2022, 2023) para um ambiente de taxa de juros mais moderada ainda que elevada (2024, 2025).** Essa é justamente a nossa visão hoje: aproveitar essas taxas reais de juros e priorizar investimentos em renda fixa. Mas, é preciso ter uma noção bastante clara que, de um momento para o outro, juros reais abaixo de 5% e ações cujos fundamentos sugerem um valuation barato, acabarão por impulsionar os investimentos em renda variável. Isso deve ficar mais claro na medida que as taxas de juros caminhem para alguma normalidade. Esse é o nosso cenário, priorização de renda fixa, com oportunidades táticas que apareçam ao longo do ano em um critério seletivo de escolha de ações.



Região Metropolitana (RJ e SP)
4004 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282

Demais Regiões do Brasil
0800 724 8282



ECONOMIA

Dalton Gardimam

Economista – Chefe

María Clara W. F. Negrão

Economista, CNPI

RESEARCH ÁGORA

José Francisco Cataldo Ferreira

CNPI – Superintendente de Research

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Ricardo Faria França

CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles

CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço

CNPI - Analista de Investimentos

Renato Cesar Chanes

CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen

CNPI-P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte

Analista Assistente de Investimentos

ANÁLISE GRÁFICA

Ernani Teixeira R. Júnior

CNPI-T - Analista Gráfico

Henrique Procopio Colla

CNPI-P - Analista de Investimentos

DIRETOR GERAL

Luis Claudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR

Ricardo Barbieri de Andrade

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de prover informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução Nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A., uma empresa gerenciada pela Cosan S.A. O Banco Bradesco S.A, detentor do Bradesco BBI e da Bradesco Corretora, tem participação acionária indireta em Livetech da Bahia (WDC), Log Commercial Properties, Semantix Tecnologia em Sistema da Informação, Vitru e Zamp S.A.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise.

Bradesco BBI está participando como coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários de Hapvida Participações e Investimentos S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Assaí Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A., JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos, Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Unidas S.A, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Ambipar Participações e Empreendimentos S.A., Assaí Atacadista S.A., BRF S.A., B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão, C&A Modas, Cogna Educacao S.A., Companhia Siderurgica Nacional (CSN), Companhia Paranesa de Energia - Copel, Construtora Tenda S.A., CPFL Energia S.A, Diagnóstico da América S.A., Direcional S.A, Eletrobras S.A., Energisa S.A., Fundo de Investimento Imobiliário Tellus Rio Bravo Logística - FII, Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Hypera S.A. JHSF Participacoes S.A., Localiza Rent A Car S.A., MRV S.A., Movida Participações S.A, Movida S.A, Empreendimentos, Pague Menos S.A, Oceanpact S.A., Positivo Tecnologia S.A., Rede D'or São Luiz, Sanepar S.A, Telefônica Brasil S.A., Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. - TAESA, Unidas S.A, Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A, Via S.A. e Viveo S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A., Enjoei S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).